Das Finanzierungsproblem

(Analyse der Finanzierungsmittel auf Grund der Bilanz)

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der Doktorwürde
einer Hohen Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät
(Wirtschaftswissenschaftl. Abtlg.)
der Eberhard-Karls-Universität
zu Tübingen

Vorgelegt von
Helmut Sellien aus Treuburg, Kreis Treuburg (Ostpr.)

1931.

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Druck: E. Arnold, Dortmund-Mengede

Referent: Universitätsprofessor Dr. Wilhelm Rieger

Korreferent: Privatdoz. Dr. E. Preiser

Tag der mündlichen Prüfung: 17. Juli 1931.

Inhalts-Uebersicht.

Seite

I. Einleitung.

A. Ziel und Weg der Untersuchung 7

B. Der Begriff der Finanzierung.

a) Die engere Auslegung 8

b) Die weitere Auslegung 12

II. Die Finanzierung im engeren Sinne: die Beschaffung von Eigen- u. Fremdkapital. 19

A. Formen des Eigenkapitals auf Grund der Bilanz . . . 20

1. Kapital
2. Reserven.
3. Gewinn.

B. Formen des Fremdkapitals auf Grund der Bilanz . . 23

1. Langfristiges Kapital 25

a) Obligationen 26

b) Wandelanleihen 26

aa) Convertible Bonds 27

bb) Optionsanleihen 27

c) Hypotheken 28

d) Darlehen 29

e) Festgelegte Depositen 30

2. Kurzfristiges Kapital 30

a) Bankkredit 31

b) Lieferantenkredit
aa) in laufender Rechnung 31
bb) Akzept (Waren) 32
c) Kreditoren und täglich fällige Depositen . . . 32
d) Kredit- oder Finanzakzept 33
e) Kundenkredit: Anzahlungen 34

III. **Die Finanzierung im weiteren Sinne: die Beschaffung von Geld überhaupt** 35

IV. **Auswirkung der Form der Unternehmung auf die Eigenfinanzierung** 37

1. Einzelunternehmung 39
2. Stille Gesellschaft 40
3. Offene Handelsgesellschaft 40
4. Kommanditgesellschaft 41
5. Gesellschaft mit beschränkter Haftung 43
6. Aktiengesellschaft 46
7. Kommanditgesellschaft auf Aktien 51
8. Gewerkschaft 51

V. **Das Problem der Finanzierung.**

A. **Der wissenschaftliche Stand des Problems.**
(Das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital) . 52

a) „Die natürlich bedingte Grenze" zwischen Eigen- und Fremdkapital nach Schmidt 53
b) Gleichheit des Eigen- und Fremdkapitals nach Gerstner 57
c) Kurzfristiges Fremdkapital = die Hälfte des Umlaufvermögens 58
d) Anlagevermögen = Eigenkapital; Betriebsvermögen = Fremdkapital 59
e) Eigen- und Fremdkapital unter dem Gesichtspunkt der Rentabilität und Liquidität 60

B. Betrachtung der Finanzierungsmöglichkeiten in der Statik (Grundlegung für die wissenschaftliche Untersuchung des Problems) 65

C. Untersuchung der Finanzierungsmöglichkeiten in der Dynamik 67

1. Eigenfinanzierung 67
2. Die sogenannte Selbstfinanzierung 69
3. Fremdfinanzierung 78

D. Die Grenzen der Finanzierung 84

Literaturverzeichnis 88

Nachschlagewerke — Zeitschriften — Zeitungen 91

I. Einleitung.

A. Ziel und Weg der Untersuchung.

Das Kapital spielt in der heutigen Wirtschaft eine bedeutsame Rolle gerade deswegen, weil es eine wichtige Voraussetzung für die Funktion des Unternehmers bildet und dieser nicht mehr wie in der Zeit der 50er Jahre des vorigen Jahrhunderts, um mit Sombart zu sprechen: zu Beginn des Hochkapitalismus, sich vorwiegend auf eigenes Kapital stützen kann, sondern in hohem Maße auf fremdes Kapital angewiesen ist. Dadurch gestaltet sich naturgemäß die Kapitalbeschaffung für die Unternehmung komplizierter und schwieriger, zumal das Kapital den Bedürfnissen des Unternehmens angepaßt sein muß. Ist das nicht der Fall, so treten Störungen ein. Der allgemeine Sprachgebrauch hat alle Fragen, die in diesem Zusammenhang stehen, dem Bereich der Finanzierung eingeordnet. Was nun tatsächlich zu diesem Gebiet gehört, wird in der begrifflichen Abgrenzung zu klären sein.

In der vorliegenden Arbeit soll der Versuch gemacht werden, die Kapitalformen, wie sie aus der Bilanz zu ersehen sind, darzustellen, und den inneren Zusammenhang derselben aufzudecken. Ich bin von der Bilanz aus regressiv zu den Wurzeln vorgedrungen. Daraus geht schon hervor, daß nicht die gesamten Möglichkeiten der Finanzierung, wie sie in der Literatur üblicherweise zur Genüge dargestellt werden (also einschließlich Fusion, Sanierung usw.), Gegenstand der Abhandlung sind.

Diese Arbeit geht hauptsächlich auf die Wesensseite des Problems ein, auf die Verfahrensseite, die in der gesamten Finanzierungs-Literatur mit ihrem stark technischen Einschlag recht gut weggekommen ist, brauchte daher weniger großes Gewicht gelegt zu werden. Nur insoweit, als die Verfahrensseite auf die Wesensseite einwirkt, sind die technischen Vorgänge mit hereinbezogen worden.

B. Der Begriff der Finanzierung.

a) Die engere Auslegung.

Nachdem wir das Ziel und den Weg der Untersuchung kurz umrissen haben, soll zunächst das Begriffliche geklärt werden. In der Literatur bestehen über den Begriff der Finanzierung und im Zusammenhang damit auch über die Abgrenzung noch völlig voneinander abweichende Meinungen, ein Zeichen dafür, daß dem Finanzierungsproblem noch nicht die Aufmerksamkeit geschenkt worden ist, die es beanspruchen darf. Dieser Vorwurf trifft die Betriebswirtschaftslehre, die den rein betrieblichen Fragen, den mengenmäßigen Vorgängen eine zu große Bedeutung beigemessen hat. [1]) Der betriebliche Inhalt ist aber, wie Professor Rieger in seinem Buche „Einführung in die Privatwirtschaftslehre" nachweist, „ . . nicht mehr das allein Entscheidende, wird überdeckt von den geldlichen und finanziellen Problemen." [2])

Es gehört daher mit zu den wichtigsten Aufgaben der Privatwirtschaftslehre, den Finanzierungsproblemen, die in den Erwerbswirtschaften eine bedeutsame Rolle spielen, auf den Grund zu gehen.

Der allgemeine Sprachgebrauch versteht unter „Finanzieren" „Operationen zur Verschaffung von Geld." [3])

Abgesehen davon, daß es für die Finanzierung nicht auf Operationen, sondern auf die Verschaffung ankommt, ist auch eine exakte Abgrenzung zwischen ähnlichen Vorgängen nicht erfolgt. Eine solche Abgrenzung vorzunehmen ist aber die Aufgabe der Wissenschaft, wenn sie ihr Ziel, klare Einsichten zu vermitteln, erreichen will. Insbesondere kommt es darauf an, „die Begriffsabgrenzung so vorzunehmen, daß durch sie Erscheinungen gleicher Art zusammengefaßt werden." [4])

Im folgenden sollen die wichtigsten Definitionen über den Finanzierungsbegriff dargelegt und kritisch geprüft werden:

R. Liefmann, der sich in seinem Buch „Beteiligungs- und Finanzierungs-Gesellschaften" [5]) sehr eingehend mit dem Finanzierungsbe-

---

[1]) Eine Bestätigung dieser Ansicht finden wir in einem Artikel in der „Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung", 22. Jahrgang, H. 11, 1928, S. 513, in dem Walb ausführt, daß „das Rentabilitätsproblem, die geldkapitalistische Grundlage und der Erwerbsgedanke stellenweise zu sehr vernachlässigt worden ist."

[2]) Rieger: „Einführung in die Privatwirtschaftslehre", Nürnberg 1928, S. 15.

[3]) J. Wolff u. E. Birkenbihl: „Die Praxis der Finanzierung", 6. Aufl. Berlin 1922, S. 15.

[4]) Eisfeld: „Finanzierung", im Handwörterbuch der Betriebswirtschaft Berl. 1926. S. 933.

[5]) R. Liefmann: „Beteiligungs- und Finanzierungs-Gesellschaften" 3. Aufl. Jena 1921. S. 84.

griff beschäftigt, schreibt: „Wenn wir näher zusehen, finden wir, daß es sich beim Finanzieren nicht um die Beschaffung von „Geld", um kurzfristigen Kredit, sondern um *Kapital* in unserem Sinne, Geld für *dauernde* Kapitalanlagen, um die Beschaffung von *Geld-kapital* für dauernde Erträge, *Rentenkapital* handelt . . .". Liefmann kommt es vor allem auf die Beschaffung von Kapital an, das durch Effekten zu verbriefen ist, also z. B. in die Form von Aktien von zu gründenden oder bereits bestehenden Unternehmungen zu kleiden ist. Dies geht aus S. 84 hervor: „Mit dieser ganzen Entwicklung gewinnt nun aber eine wirtschaftliche Tätigkeit immer größere Bedeutung, welche bezweckt, für in Effektenform zu errichtende Unternehmungen das Kapital zu beschaffen. Diese Tätigkeit nennt man Finanzieren." Allerdings setzt Liefmann sich dann mit der Aeußerung: „Finanzieren ist an sich nur eine geldkapitalistische, keine effektenkapitalistische Tätigkeit" in Widerspruch — wie Eisfeld [1]) nachweist — zu dem vorgenannten Satz, in dem er betont, „Finanzieren bedeute, Kapital für in Effektenform zu errichtende Unternehmungen zu beschaffen." Da nun aber Liefmann [2]) wieder an einer anderen Stelle sagt: „Finanzieren ist die *Beschaffung von Geld, um damit stehendes Kapital, Betriebseinrichtungen, eine Unternehmung* zu schaffen", meint er offenbar, daß es auf die Beschaffung von Geld für dauernde Anlagen ankommt, das am besten durch die Effektenform für die Unternehmung dauerhaften Charakter erhält. Es ist aber nicht einzusehen, weshalb nur Effekten diese Funktion übernehmen sollen, sofern man sich schon grundsätzlich damit einverstanden erklären will, den Begriff Finanzierung nur auf die Beschaffung von solchem Kapital zu beschränken, das für Anlagezwecke gebraucht wird. Dadurch läßt Liefmann den Begriff Finanzierung nur für bestimmte Unternehmungsformen (z. B. für die Aktiengesellschaft) gelten, was auch aus S. 86 hervorgeht: „Die Beschaffung des *ganzen* Anlagekapitals für eine Unternehmung wird jemand nur aus zwei Gründen übernehmen: entweder er will Eigentümer der neuen Unternehmung werden, oder im Gegenteil, er will die Unternehmung nur errichten, um sie möglichst bald mit Nutzen zu verkaufen und so einen Handelsgewinn zu erzielen. Das erste ist nur ausnahmsweise der Fall. Denn, wer selbst Eigentümer einer Unternehmung werden will, muß in der Regel selbst Kapital haben und wird das Fehlende durch Kredit-Aufnahme ergänzen. Sein *eigenes* Unternehmen finanziert man aber im allgemeinen nicht . . .".

Hier vermischt Liefmann also begrifflich die Person des Unternehmers mit der Unternehmung. Weshalb soll der Unternehmer nicht seine Unternehmung finanzieren können? Liefmann hat offenbar nicht die sachliche Bedeutung des Wortes „Finanzieren" erkannt, da er es mit der Person in Zusammenhang bringt. Das, was bei *einer*

[1]) Eisfeld: a. a. O. S. 933.

[2]) Liefmann: a. a. O. S. 85.

Unternehmung „Finanzieren" genannt wird, muß für die andere (auch wenn der Eigentümer selbst Kapital zur Verfügung stellt) dasselbe sein.

Darüber hinaus ist auch die Liefmann'sche Forderung von „Geldkapital"[1] unlogisch, da es m. E. doch vollkommen gleichgültig ist, ob die Beschaffung der dauernden Anlagen und Betriebseinrichtungen, die nach Liefmann allein finanziert werden können, durch Bargeld erfolgt oder die evtl. in Frage kommenden Anlagen, die zur Errichtung oder Erweiterung einer Unternehmung benötigt werden, eingebracht werden und der Gegenwert dafür — um speziell auf Liefmann einzugehen — ausgefolgt wird. Dies ist doch lediglich eine rein technische Angelegenheit, die, um die Forderung von Liefmann erfüllen zu können, durch eine Schein-Bargründung herbeigeführt werden könnte. Das, worauf es uns vor allem ankommt, ist doch, daß in Geld gerechnet wird. Denn für uns steht ja der Geldgedanke im Vordergrund, da wir den ganzen Betriebsprozeß nur als eine Umwandlung von Geld zu Wieder-Geld betrachten. Es ist daher für uns eine unumgängliche Notwendigkeit, gerade bei der Gründung einer Unternehmung in Geld zu rechnen, da sonst in der Unternehmungsrechnung das Anfangsglied fehlen würde, ohne das wir aber eine Abrechnung mit dem Zwecke der Feststellung des Unternehmungserfolges nicht aufstellen können.

Nebenbei bemerkt: Aus diesen Ausführungen soll nun aber nicht etwa herausgelesen werden, daß bei der Zusammensetzung der Vermögensseite im allgemeinen es ebenfalls ganz gleichgültig wäre, ob 100 000 Reichsmark bar als Kassenbestand vorliegen, oder ein Gebäude im Werte von 100 000 Reichsmark eingesetzt ist. Das ist natürlich ein ganz bedeutsamer Unterschied; doch braucht hierauf nicht näher eingegangen zu werden, da unsere Gedankengänge ja eine andere Richtung haben.

Abgesehen von den bereits gemachten Einwendungen bleibt immer noch übrig festzustellen, daß Liefmann die Begriffe Finanzierung und Eigenkapitalbeschaffung gleichsetzt, was nicht richtig ist, da, wie wir weiter unten sehen werden, Finanzierung als der weitere Begriff angesprochen werden muß.

Etwa in derselben Ebene wie Liefmann bewegen sich auch Wolff-Birkenbihl[2], was aus folgender Definition ersichtlich ist: „Hiernach wird als Finanzierung im technischen oder engeren Sinne betrachtet: die auf einem Gesellschaftsvertrag beruhende, durch Selbstbeteiligung erfolgende Verschaffung (Beistellung) größerer Kapitalien für einen bestehenden oder zu schaffenden Gewerbebetrieb (industrielles oder handelsgewerbliches Unternehmen) nicht zu vorübergehenden Zwecken und zwar durch Personen, welche an der Betriebsleitung (Geschäfts-

[1]) R. Liefmann: a. a. O. S. 84.
[2]) Wolff-Birkenbihl: a. a. O., S. 18 (gesperrt gedruckt).

führung) nicht direkt beteiligt sind, und in einer Form, welche eine leichte Veräußerung ermöglicht." In dieser Begriffsabgrenzung müssen wir zunächst zwei Punkte, die wir schon bei Liefmann beleuchteten, herausstellen: „nicht zu vorübergehenden Zwecken" (also Anlagekapital) und „in einer Form, welche eine leichte Veräußerung ermöglicht". Das Grundsätzliche zum ersten Punkt ist bereits gesagt worden. Zu dem zweiten Punkt ist zu bemerken, daß die Worte „leichte Veräußerung" sich nicht etwa auf die konkrete Erscheinungsform des Kapitals, sondern auf dessen juristische Form beziehen — ein Rückschluß auf die Einstellung von Wolff-Birkenbihl zu der Frage der Liefmannschen Geldkapitalforderung daher nicht möglich ist.

Darüber hinaus muß befremden, welche zahlreichen Einschränkungen bei der Finanzierungsdefinition Wolff-Birkenbihl für notwendig erachten, damit der Begriff „Finanzierung" „unantastbar" wird. Sofort drängt sich der Eindruck auf, daß Wolff-Birkenbihl den Finanzierungsbegriff von einem bestimmten Standpunkt, dem des Geldgebers, betrachten. Das geht auch aus S. 18 [1]) hervor: „Es ist demnach durch die Natur des Geschäfts an sich bedingt und durchaus naturgemäß, daß der Finanzier oder die Bank, sofern er sich bei der Beschaffung von Geld für ein industrielles oder handelsgewerbliches Unternehmen in einer Gesellschaftsform beteiligt, im allgemeinen diejenigen Formen bevorzugt, welche sein Kapital nicht festlegen, sondern ihm die Möglichkeit der leichten Realisierbarkeit und Weiterveräußerung gewährleisten, und ihn ferner nicht nötigen, sich selbst an der Leitung der Betriebe zu beteiligen."

Wesentlich für den Finanzierungsbegriff ist für Wolf-Birkenbihl, „daß der „Finanzierende" nicht selbst mit der Leitung des Unternehmens, dem Bau und dem Betrieb befaßt ist und daß sein Anteil an dem Unternehmen, d. i. der Anspruch, welcher auf dem Gesellschaftsverhältnis beruht, leicht veräußert und in Geld umgesetzt werden kann". (S. 19). Nach Wolff-Birkenbihl können danach also nur folgende, auf Seite 19 seines Buches verzeichneten Gesellschaften finanziert werden:

I. die Aktiengesellschaft;
II. die Kommanditgesellschaft auf Aktien;
III. die Gesellschaft mit „beschränkter Haftung";
IV. die Bergwerke in der „Gewerkschaftsform".

Nach dieser an sich engen Begrenzung des Finanzierungsbegriffs auf die genannten Gesellschaften scheiden darüber hinaus sämtliche übrigen Formen der Geldbeschaffung aus, die Wolff-Birkenbihl „im weitesten Sinne des Wortes" (S. 17) als „Finanzoperationen" bezeichnen. Der „handelsgewerbliche Geschäftsverkehr" versteht nach Wolff-Birkenbihl unter „Finanzierung" („insbesondere bei Beschaffung von Geld für die großen Betriebe der Industrie und des Han-

[1]) Wolff-Birkenbihl: a. a. O., S. 18

dels durch Finanzinstitute (Banken) oder Finanziers (Kapitalisten)" „eine bestimmte technische Form der Geldbeschaffung, d. h. in einem wesentlich engeren Sinne als der allgemeine Sprachgebrauch". (S. 18.) Diese Beschränkung des Finanzierungsbegriffs erscheint — abgesehen von den bereits erfolgten Einwendungen — als unzulässig, wenn man einen für die gesamte Wirtschaft gültigen Begriff finden will.

Zusammengefaßt können die Auffassungen von Liefmann und Wolff-Birkenbihl dahin ausgelegt werden, daß Finanzierung als gleichbedeutend mit der Beschaffung von Eigenkapital aufgefaßt wird, wobei es bei Wolff-Birkenbihl allerdings zweifelhaft ist, ob sie mit dem Ausspruch „größerer Kapitalien .... nicht zu vorübergehenden Zwecken" nur das Eigenkapital im Auge haben. Liefmann fordert ferner Finanzierung durch Geldkapital, während Wolff-Birkenbihl darüber nichts aussagen.

b) Die weitere Auslegung.

Nach der Darstellung der Hauptvertreter, die Finanzierung und Beschaffung von Kapital im Sinne von Eigenkapital als gleichbedeutend betrachten, wenden wir uns den Vertretern zu, die sowohl die Beschaffung von Eigen- wie auch von Fremdkapital als zum Begriff der Finanzierung gehörig ansehen.

Allerdings gehen die Meinungen der nachfolgend aufgezählten Vertreter der verschiedenen Finanzierungsbegriffe grundsätzlich insofern auseinander, als Herzog, Passow und Leitner unter Finanzierung nur die Beschaffung von Geldkapital verstehen, während die anderen darüber nichts aussagen.

Herzog[1]) schreibt in seinem Werk „Die industrielle Finanzierung": „Unter industrieller Finanzierung versteht man die Tätigkeit, die den Zweck hat, im allgemeinen Neukapital, im engeren Sinne arbeitendes Geldkapital für industrielle Zwecke zu schaffen". Abgesehen von der nicht allgemein verbindlichen Formulierung ist hier bereits eine Abkehr, wenn auch noch begrenzt, von der starren Auffassung: „Finanzierung = Beschaffung von Eigenkapital" zu bemerken, da arbeitendes Geldkapital jedenfalls identisch mit Fremdkapital sein kann. Auf eine Erläuterung dieses Ausdruckes hat Herzog leider verzichtet. Darüber hinaus kommt aber auch die Geldkapitalforderung zum Ausdruck, die wir schon bei Liefmann bemerkten.

In diesem Zusammenhang ist daher gleich der Finanzierungsbegriff von Leitner[2]) anzuführen, der unter den Anhängern der weiteren Auslegung als Hauptvertreter der Richtung zu nennen ist, die Finanzierung durch Bargeld verlangen. Finanzierung ist nach Leitner „stets Beschaffung von Geldkapital, also Befriedigung eines Geldbedarfs für bestimmte ertrags- bezw. erwerbswirtschaftliche Zwecke".

[1]) Herzog: „Die industrielle Finanzierung". Stuttgart 1914. S. 78.
[2]) Leitner: „Wirtschaftslehre der Unternehmung". Berlin 1926. S. 319.

Die Begriffsbildung von Leitner ist wenig glücklich ausgefallen, denn die Formulierung „stets Beschaffung von Geldkapital" bedeutet eine Einschränkung des Begriffs insoweit, als die Einbringung von Sachgütern weder bei der Eigen- noch bei der Fremdfinanzierung darunter fallen würde.

Passow[1]) steht auf fast gleichem Standpunkt wie Leitner. „Der Ausdruck Finanzierung wird hier als gleichbedeutend mit Kapitalbeschaffung gebraucht (er paßt allerdings wegen der üblicherweise damit verbundenen Vorstellung eigentlich nur für die Fälle, in denen es sich um Beschaffung von barem Gelde handelt)." Auch Passow lehnt, allerdings ohne Angabe eines plausiblen Grundes, lediglich wegen „der üblicherweise damit verbundenen Vorstellung", die Finanzierung mit Sachgütern ab, obwohl er im ersten Absatz des III. Kapitels (Die Aufbringung des Kapitals (Finanzierung)) darauf hinweist, daß sich die Kapitalbeschaffung nicht immer in der Weise vollzieht, daß der Gesellschaft zunächst bares Geld zufließt, das dann eventuell in Sachgüter umgesetzt werden könnte. Passow hat nicht nur die reine Kapitalbeschaffung — im Sinne von Eigenkapital — im Auge, da er in einer Anmerkung[2]) die Definition von Liefmann zitiert mit der Bemerkung: „Diese Bedeutung ist mir zu eng". Aus den weiteren Ausführungen im Anschluß an die Finanzierungsdefinition ist nichts zu entnehmen, was darauf hindeuten könnte, daß auch die Beschaffung des Fremdkapitals unter den Oberbegriff „Finanzierung" fällt. Doch geht aus dem weiteren Inhalt des zitierten Werkes von Passow, in dem die Beschaffung des Fremdkapitals beschrieben wird, hervor, daß Passow sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalbeschaffung als Finanzierung betrachtet.

Eisfelds[3]) Definition lautet folgendermaßen: „Finanzierung ist die Beschaffung von Kapital — gleichgültig in welcher Form —, das der Unternehmung auf längere Zeit zur Verfügung steht, ohne das die Unternehmung nicht in der Lage wäre, eine Tätigkeit auszuüben". Aus dieser Formulierung ist m. E. nicht das zu ersehen, was Eisfeld wirklich sagen will, denn an einer anderen Stelle bringt er zum Ausdruck, daß das der Form nach kurzfristige Kapital für die Finanzierung eine sehr große Rolle spiele, da die Unternehmung sich unter Umständen mit Hilfe eines mehrfachen Formenwechsels Kapital beschaffen kann, das auf lange Zeit zur Verfügung steht. Er nimmt also nur bedingt — was aus der Definition jedoch nicht zu erkennen ist — den Standpunkt ein, daß das Kapital auf „längere Zeit" der Unternehmung zur Verfügung stehen muß, um von einer Finanzierung sprechen zu können. Eisfeld hat sicherlich, ähnlich wie Kalveram und A. Hoffmann (s. weiter unten), eine Scheidung in engere und weitere Finanzierung im Auge, was er allerdings nicht zum Ausdruck bringt.

[1]) Passow: „Aktiengesellschaft" 2. Aufl. Jena 1922. S. 141.
[2]) Passow: a. a. O., S. 141.
[3]) Eisfeld: a. a. O., S. 934.

Isaac [1]) versteht unter Finanzierung „den Inbegriff aller Maßnahmen, die ergriffen werden, um die Kapitalwirtschaft eines Unternehmens ins Gleichgewicht zu bringen und im Gleichgewicht zu erhalten". Aus dieser Begriffsbestimmung muß entnommen werden, daß man von Finanzierung nur bei bereits bestehenden Unternehmungen sprechen kann, da Isaac als Finanzierung lediglich die Maßnahmen bezeichnet, die geeignet sind, die Kapitalwirtschaft eines Unternehmens (es muß also schon bestehen) ins Gleichgewicht zu bringen und im Gleichgewicht zu erhalten. Isaac rechnet die Gründung einer Unternehmung, also die Beschaffung des Eigenkapitals, nach seiner Definition nicht unter den Begriff Finanzierung, was uns als wenig glücklich erscheint. Darüber hinaus befremdet das Wort „Maßnahmen"; denn darunter können auch Handlungen (z. B. Reden, Broschüren usw.) verstanden werden, die aber mit der Finanzierung nichts gemein haben.

Unmißverständlich ist die Darstellung von Rieger [2]) über den Finanzierungsbegriff: „Grundsätzlich bestehen zwei Möglichkeiten, eine Unternehmung zu finanzieren: Entweder durch Eigenkapital, oder aber durch Fremdkapital". Damit ist natürlich nicht gemeint, daß nur eines von beiden in Frage kommt, was aus dem Nachsatz ersichtlich ist, in dem es heißt: „Man wird aber sehr wenig Fälle antreffen, bei denen das eine oder das andere ausschließlich herrscht, vielmehr ist durchaus gang und gäbe eine Mischung von beiden." Was wir nun unter Eigen- bezw. Fremdkapital zu verstehen haben, wird weiter unten aufgezeigt werden. Deutlich erkennen wir bei Rieger jedenfalls bereits die weitere Fassung des Finanzierungsbegriffs, da nicht nur das Eigenkapital, sondern auch das Fremdkapital, und zwar in der Form des kurz- und langfristigen Kredites, als Mittel der Finanzierung angesehen wird. Wir bemerken ferner bereits eine Abkehr von der nicht begründeten Bargeldforderung, die, wie bereits erwähnt, eine rein technische Angelegenheit ist. Die Hauptsache ist doch nur, daß in Geld gerechnet wird, was wir bereits ausführten.

Verhältnismäßig umfassend ist der Begriff von Giebel [3]). „Finanzierung ist die Beschaffung und die zweckmäßige Verwendung und Organisation des Kapitals für eine Unternehmung." Diese Definition ist von einer — ich möchte in diesem Falle sagen — noch erträglichen Großzügigkeit. Was nach dieser Auslegung alles unter den Finanzierungsbegriff fällt, erhellen am besten die eingehenden Betrachtungen von Kalveram, auf die ich gleich zu sprechen kommen werde.

---

[1]) Isaac: „Die Entwicklung der wissenschaftlichen Betriebswirtschaft seit 1898", Berlin 1923. S. 71.

[2]) Rieger: a. a. O., S. 173.

[3]) Giebel: „Die Finanzierung der Kaliindustrie", in „Volkswirtschaftliche Abhandlungen der Bad. Hochschule". 1912.

Vorher möchte ich aber noch bemerken, daß die Großzügigkeit in der Begriffsbildung auch nicht so weit gehen darf, daß man kaum noch weiß, ob es sich um Finanzierung, Organisation, Geschäfts- oder Betriebspolitik handelt, wie es bei Prion [1]) in seinem Werk „Kapital und Betrieb" der Fall ist. Prion gibt gleich am Anfang seines Kapitels „Finanzierung" eine Definition, nach der unter Finanzierung „die Aufbringung bezw. Beschaffung des Kapitals und seine Anordnung während des Betriebes" zu verstehen ist. Im Anschluß an diese Definition ließen sich nun kritische Einwendungen machen, wenn man die Begriffsbestimmung als verbindlich ansehen könnte. Aber auf der nächsten Seite wird der Satz bereits umgestoßen, da es heißt: „Es ist deshalb vielleicht doch richtiger, in diesem — weiteren — Sinne von Finanzwirtschaft (der Betriebe) zu sprechen und das Wort Finanzierung lediglich für die Kapitalbeschaffung (Pollack: Befriedigung der Kapitalbedürfnisse) zu verwenden. Dann handelt die folgende Darstellung sowohl von der Finanzwirtschaft der Betriebe (= Unternehmung) als auch von der Finanzierung im engeren Sinne (= Kapitalbeschaffung)." Daraus geht hervor, daß Prion sich selbst nicht im klaren darüber ist, was er eigentlich will. Es erübrigt sich deshalb, auf seine Untersuchungen über den Finanzierungsbegriff genauer einzugehen.

Kalveram [2]), der also zugleich als Interpret für Giebel angesehen werden kann, versteht unter Finanzierung „alle zum Zwecke des Aufbaues und des Abbaues von Unternehmungen notwendigen Kapital- und Kreditoperationen und die Anpassung des Kapitals nach Höhe und konkreter Zusammensetzung an die Zwecke der Unternehmung." Der Satz bringt zum Ausdruck, daß der Finanzierungsbegriff nicht auf „Geldbeschaffung für Anlagegüter" zu beschränken ist. Denn Kalveram sagt: „Die Unternehmung bedarf auch der Mittel zur Rohstoffbeschaffung, zur Bezahlung der Arbeiter und Angestellten während des ersten Produktionsprozesses, zur Propaganda, zur Kreditgewährung an die Abnehmer. [3]) Die Beschaffung dieser Mittel gehört zur Finanzierung im engeren Sinne, weil diese Kapitalverwendung notwendig ist, um den Lebenszweck des Unternehmens zu erfüllen". Wir sehen also eine Unterscheidung der Finanzierung im engeren von der im weiteren Sinne. Die Finanzierung im engeren Sinne hat es nach Kalveram mit den „Voraussetzungen (Geburt, Wachstum) und den Hemmungen (Krankheit, Tod) jeder betrieblichen Tätigkeit" [4]) zu tun. Es handelt sich dabei also um

„a) Errichtung und Erweiterung von Unternehmungen (Gründung, Umgründung, Kapitalerhöhung);

---

[1]) Prion: „Kapital und Betrieb". Leipzig 1929. S. 2.
[2]) Kalveram: „Die Handelshochschule", Bd. 1, Kap. 8, „Finanzierung", S. 1266.
[3]) Dieselben Gedankengänge sind bereits von Rieger zum Ausdruck gebracht worden. a. a. O. S. 161, (eigene Anmerkung).
[4]) Kalveram, a. a. O. S. 2265.

b) kapitalmäßige Verschmelzung und Verschachtelung von Unternehmen (Beteiligung, Fusion, Konzernbildung etc.);

c) Stützung finanziell geschwächter Unternehmungen (Sanierung);

d) Abbau und Auflösung von Unternehmungen (Kapitalrückzahlung, Liquidation, Konkurs)". [1])

Daraus wird ziemlich klar ersichtlich, daß es sich bei der Finanzierung im engeren Sinne (mit Ausnahme des letzten Punktes) mehr oder weniger um Kapitalbeschaffung in dem oben besprochenen Sinne handelt. Denn Kapitalbeschaffung umfaßt nach Heräus [2]), der aus der Schule von Kalveram hervorgegangen ist, „alle zum Zwecke der Erschaffung und des Aufbaues, der Gesunderhaltung und der Gesundung, der Vergrößerung und der Kartellierung einer Unternehmung dienenden Kapital- und Kreditmaßnahmen, soweit sie der Unternehmung neues Kapital zuführen. Sie verkörpert eine Versorgung mit Eigen- und Fremdkapital für die Lebensgewinnung und den erfolgreichen Lebenskampf einer Unternehmung bei Ausscheidung aller jener geldlichen Verkehrsfragen, welche in der laufenden allgemeinen Betriebsführung umschlossen sind". Bei der Feststellung des Begriffes „Kapitalbeschaffung" müssen also nach Heräus außer den täglichen Kapitaldispositionen alle jene Maßnahmen ausscheiden, durch welche der Unternehmung kein neues Kapital in Gestalt von Geld- oder Sachkapital zufließt, und diejenigen, welche sich auf den Abbau oder die Auflösung, also den Tod einer Unternehmung beziehen.

Wohl vermögen wir noch der Darstellung zu folgen, in der von Kalveram ausgeführt wird, daß alle Maßnahmen der Kapitalbeschaffung als Finanzierung im engeren Sinne bezeichnet werden. Es wäre dann m. E. wohl logisch — sofern man von „Finanzierung im weiteren Sinne" überhaupt sprechen will — dort alle Erscheinungen einzugliedern, die nichts mit der Beschaffung von Eigen- bzw. Fremdkapital zu tun haben, wohl aber nach dem Sprachgebrauch dem Gebiete der Finanzierung zugerechnet werden könnten.

Daraus würde sich ergeben, daß zur Finanzierung im weiteren Sinne nicht nur die laufenden Kapitaldispositionen [3]) hinzugerechnet werden müßten, sondern auch — wie Kalveram sagt — alle die

[1]) Kalveram: a. a. O. S. 2265

[2]) Heräus: „Kapitalbeschaffung der Unternehmungsformen", Berlin 1928. a. a. O. S. 18.

[3]) Nach Kalveram: „Aufrechterhaltung der Liquidität und des finanziellen Gleichgewichts, Wahl der für den Einzelfall und für den Gesamtstatus angemessenen Regulierungsmethoden, Aufstellung und Auswertung eines täglichen Finanzstatus, der den gegenwärtigen und künftigen Geldbedarf erkennen läßt, Sorge für vorteilhafte und rechtzeitige Deckung des Kapitalbedarfs und für zweckmäßige Anlage der vorübergehend freien Geld- und Effektenbestände".

Kapital- und Kreditoperationen, die sich auf den Abbau und die Auflösung der Unternehmungen beziehen.

Auch A. Hoffmann [1]) unterscheidet gleichfalls wie Kalveram Finanzierung im engeren und weiteren Sinne; seine Einteilung deckt sich aber nicht mit der von Kalveram.

Hoffmann versteht unter Finanzierung im engeren Sinne „nur die Beschaffung von langfristigem Kapital, insbesondere von Effektenkapital". „Die Beschaffung von langfristigem und kurzfristigem Kapital (Bankkredite, Lieferantenkredite) bildet den Gegenstand der Finanzierung im weiteren Sinne". Weshalb Hoffmann von Finanzierung „im engeren und weiteren Sinne" spricht, ist aus seiner Definition nicht zu ersehen. „Beschaffung von langfristigem Kapital" bildet nach Hoffmann nämlich den Gegenstand der Finanzierung nicht nur im engeren, sondern auch im weiteren Sinne. Man könnte nun annehmen, daß Hoffmann unter Finanzierung im engeren Sinne nur die Beschaffung von Eigenkapital meint. Diese Annahme läßt jedoch der Satz „insbesondere von Effektenkapital" nicht zu; denn unter Effektenkapital können z. B. auch Obligationen fallen. Hoffmann glaubt, daß langfristiges Kapital nicht eindeutig bestimmbar sei, was er mit folgenden Worten begründet: „Das langfristige Kapital ist nicht von eindeutiger Bestimmtheit. Es umfaßt nach dem Merkmal der Fristigkeit sehr verschiedene Gruppen. Es kann sein langfristiges Darlehnskapital ohne oder mit hypothekarischer Sicherstellung, das häufig nach halbjährlicher Kündigung seitens des Gläubigers oder Schuldners fällig wird, sodann Obligationskapital, das vielleicht erst nach Ablauf von 20 oder mehr Jahren (die amerikanische Siemens & Halske-Anleihe hat eine Laufzeit von 1000 Jahren!) endgültig rückzahlbar ist. Es kann endlich sein: Eigenkapital, das — man denke namentlich an das Aktienkapital — überhaupt keinen Termin der Fälligkeit kennt." [2]) Der Ausdruck „langfristiges Kapital" bei „Finanzierung im engeren Sinne" paßt für das Eigenkapital, das Hoffmann, wie bereits ausgeführt, ja sicherlich in diesem Begriff untergebracht wissen will, deshalb nicht, weil Eigenkapital, „das — man denke namentlich an das Aktienkapital — überhaupt keinen Termin der Fälligkeit kennt" [3]), also als unbefristetes Kapital bezeichnet werden muß.

Aus den bisher dargelegten Definitionen ergibt sich, daß durch unnötiges Beiwerk in der Formulierung der Sinn in fast allen Fällen entstellt wird. Nach diesen Untersuchungen über den Finanzierungsbegriff kann ich nicht umhin, mich der einfachen und klaren Definition von Rieger [4]) anzuschließen.

---

[1]) A. Hoffmann: „Wirtschaftslehre der kaufmännischen Unternehmung", Leipzig 1932. S. 379.
[2]) A. Hoffmann: a. a. O. S. 380.
[3]) A. Hoffmann: a. a. O. S. 380
[4]) Rieger: a. a. O. S. 173

Danach haben wir unter Finanzierung „die Beschaffung von Eigen- und Fremdkapital" zu verstehen.

Eigen- und Fremdkapital dient zur Begründung von Vermögen und findet — wie wir weiter unten noch sehen werden — seinen Niederchlag auf der Passivseite der Bilanz. Die Beschaffung von Geld (z. B. durch Diskontierung von Wechseln), das also nicht zur Begründung von Vermögen dient, sondern nur auf Grund von Vermögen möglich ist, werden wir daher als Finanzierung im weiteren Sinne zu bezeichnen haben. Die Beschaffung von Eigen- und Fremdkapital bedeutet somit Finanzierung im engeren Sinne.

Um jedes Mißverständnis auszuschließen, soll gleich ausgesprochen werden, daß wir in diesem Zusammenhang unter Kapital „Geld sowohl in natura als auch in einer solchen Form, wo es bereits Phasen der Umwandlung zum Mehrgeld durchlaufen hat"[1]), zu verstehen haben.

Ob nun der nach eingehender Prüfung des Für und Wider so gefundene Finanzierungsbegriff ungeteilten Beifall findet, bleibt dahingestellt, da sich einzelne Autoren vom Sprachgebrauch nicht, wie es die Wissenschaft erfordert, freimachen können. In Erkenntnis solcher Schwierigkeiten hat z. B. Schmalenbach[2]) in seinem Werke „Finanzierungen" auf eine Begriffsfestlegung ganz verzichtet. Eine Ableitung des Begriffs ist höchstens aus dem Vorwort der ersten Auflage des angeführten Werkes zu entnehmen, worin es heißt: „Die Ueberschrift „Finanzierung" deckt nicht vollkommen den Inhalt. Einesteils versteht man unter Finanzierung nicht die in diesem Buch behandelten Kapitalreduktionen in ihren verschiedenen Formen, andererseits fehlen in dieser Arbeit die Finanzierungsgeschäfte der Gewerkschaften, Kommanditgesellschaften usw. Man muß diese Unstimmigkeit mit Rücksicht auf das Fehlen eines geeigneten Oberbegriffes in Kauf nehmen."

Schmalenbach hat also auf eine wissenschaftliche Bestimmung des Begriffes Finanzierung verzichtet, ohne auch nur den Versuch zu einer Abgrenzung gemacht zu haben.

---

[1]) Deman: „Die Ware Gold", Tübinger wirtschaftswissenschaftliche Abhandlungen, Heft 17, Stuttgart 1932, S. 115.

[2]) Schmalenbach: „Finanzierungen", 3. Aufl., Leipzig 1922.

II. Die Finanzierung im engeren Sinne: die Beschaffung von Eigen- und Fremdkapital.

Der Unternehmung stehen grundsätzlich zwei Wege zur Finanzierung im engeren Sinne offen: Beschaffung von Eigen- und Fremdkapital. Sowohl für das Eigenkapital wie für das Fremdkapital gibt es besondere Kapitalformen, die auf der Passivseite der Bilanz in Erscheinung treten. Bei der Untersuchung der verschiedenen Kapitalformen auf Grund der Bilanz beschränken wir uns bei den einzelnen Positionen darauf, das für die Finanzierung Wesentliche herauszuheben, und machen gleichzeitig darauf aufmerksam, was der Fachmann zwischen den Zeilen der Bilanz lesen muß, soweit es vom Finanzierungsstandpunkt aus wesentlich ist.

Auf die inneren Zusammenhänge, also die Beziehungen der Kapitalseite zur Betriebsseite, wird in einem späteren Kapitel, in dem die Probleme der Finanzierung zur Darstellung gelangen, eingegangen werden.

Zur Analyse der Kapitalformen auf Grund von Bilanzen lege ich folgende Einteilung zugrunde:

Eigenkapital.

1) Kapital.
2) Reserven.
3) Gewinn.

Fremdkapital.

1) Langfristiges Kapital.
   a) Obligationen.
   b) Wandelanleihen.
      aa) Convertible Bonds.
      bb) Optionsanleihen.
   c) Hypotheken.
   d) Darlehen.
   e) Festgelegte Depositen.

2) Kurzfristiges Kapital.

a) Bankkredit.
b) Lieferantenkredit,

aa) in laufender Rechnung,
bb) Akzept (Waren).

c) Kreditoren und täglich fällige Depositen.
d) Kredit- oder Finanzakzept.
e) Kundenkredit: Anzahlungen.

A. Formen des Eigenkapitals auf Grund der Bilanz.

Der Begriff Eigenkapital kann mit dem in der Bilanz ausgewiesenen Kapital übereinstimmen, dann nämlich, wenn ein Reservekonto und ein Gewinn- und Verlustkonto in der Bilanz nicht in Erscheinung treten, wie z. B. bei der Einzelunternehmung und bei Personalunternehmungen.

Unternehmungsreserven und Unternehmungsgewinne bezw. Verluste müssen in Bilanzen von Gesellschaften mit Nominalkapital gesondert ausgewiesen werden, da Reserven und Gewinne bezw. Verluste nicht mit dem Kapital, das bei diesen Unternehmungen eine konstante Größe ist — und zwar solange, als kein satzungsgemäßer Beschluß eine Kapitalerhöhung bezw. Herabsetzung verlangt — verschmolzen werden können.[1]) Bei der Aktiengesellschaft[2]) z. B. deckt sich das Eigenkapital nur in ganz wenigen Fällen mit dem Grundkapital. In der Regel ist das Eigenkapital höher als das Grundkapital und zwar um die Reserven und den Gewinnvortrag. Selbst bei der Gründung einer Aktiengesellschaft kann das Eigenkapital höher sein als das in der Bilanz ausgewiesene Aktienkapital, wenn die Aktien mit Agio ausgegeben werden. Treten Verluste ein, so ist das Eigenkapital kleiner als der in der Bilanz ausgewiesene Betrag des Grundkapitals, da zur Feststellung des tatsächlichen Eigenkapitals der Verlust vom Grundkapital abzusetzen ist.

Ferner muß noch besonders erwähnt werden, daß das in der Bilanz ausgewiesene Eigenkapital oft nicht voll eingezahlt ist. Dieses

---

[1]) Auf alle Fragen, die in diesem Kapitel nur andeutungsweise behandelt werden können, wird in Kap. „Das Problem der Finanzierung" erschöpfend eingegangen werden.

[2]) Wie im einzelnen die Eigenfinanzierung bei den verschiedenen Gesellschaftsformen vor sich geht, wird in Kapitel IV „Auswirkung der Form der Unternehmung auf die Eigenfinanzierung" zu zeigen sein.

„nicht eingezahlte Kapital", das auf der Aktivseite der Bilanz erscheint, stellt ein Forderungsrecht der Unternehmung gegen die Kapitalgeber dar. Zur Feststellung des tatsächlichen Eigenkapitals ist dieses nicht eingezahlte Kapital von dem in der Bilanz ausgewiesenen Eigenkapital abzusetzen, da es, wie wir weiter unten noch sehen werden, darauf ankommt, das der Unternehmung tatsächlich zur Verfügung stehende Kapital zu kennen. Es ist durchaus nicht immer sicher, ob der Kapitalgeber den noch fehlenden Kapitalbetrag aufbringen kann. Es besteht ferner die Möglichkeit (bei der O. H. G. und Kommanditgesellschaft), nur das tatsächlich eingezahlte Kapital auf der Passivseite der Bilanz auszuweisen. In diesem Falle ist eine Aktivierung des „nicht eingezahlten Kapitals" nicht erfolgt. In diesem Zusammenhang ist zu bemerken, daß bei Aktiengesellschaften bei der Gründung oft ein weit größeres Eigenkapital festgesetzt wird, als voraussichtlich zur Führung des Betriebes gebraucht wird. Diese Maßnahme wird bisweilen getroffen, um eine evtl. später notwendig werdende Kapitalheraufsetzung, die gewisse Schwierigkeiten (§ 278 ff. HGB.) mit sich bringt, zu vermeiden. Diese noch nicht begebenen Aktien werden als Vorrats- oder Verwertungsaktien bezeichnet.

Die verschiedenen Formen des Eigenkapitals in der Bilanz sind also bedingt durch die Unternehmungsform. Die folgende Uebersicht zeigt die bilanzmäßige Erscheinungsform des Eigenkapitals bei den Unternehmungsformen:

Einzelunternehmung:

Eigenkapital = Kapitalkonto des Unternehmers.

Offene Handelsgesellschaft:

Eigenkapital = Kapitalkonto der Gesellschafter

abzüglich:
Nicht eingezahltes Kapital.[1])

Kommanditgesellschaft:

Eigenkapital = Kapitalkonten der Komplementäre
Kapitalkonten der Kommanditisten

abzüglich:
Nicht eingezahltes Kapital.[1])

[1]) Vorausgesetzt, daß diese Position unter den Aktiven aufgeführt ist.

Aktiengesellschaft:

Eigenkapital = Kapitalkonto der Stammaktionäre,
Kapitalkonto der Vorzugsaktionäre,
Kapitalkonto der Genußscheinaktionäre[1])
Reserven
Gewinn

abzüglich:
Nicht eingezahltes Kapital,
Verlust.

Kommanditgesellschaft auf Aktien:

Eigenkapital = Kapitalkonto der Komplementäre
Kapitalkonto der Kommanditisten
a) Stammaktionäre
b) Vorzugsaktionäre
Reserven
Gewinn

abzüglich:
Nicht eingezahltes Kapital,
Verlust.

Gesellschaft mit beschränkter Haftung:

Eigenkapital = Kapitalkonto der Gesellschafter
Nachschußkapitalkonto der Gesellschafter
Reserven
Gewinn

abzüglich:
Nicht eingezahltes Kapital,
Verlust.

Gewerkschaft:

Eigenkapital = Kapital der Gewerken
(Anteile am Gemeinschaftsvermögen — Kuxe)

Obwohl rein äußerlich bei den besprochenen Eigenkapital-Posten Klarheit zu herrschen scheint, sind hier doch einige Bemerkungen am Platze.

[1]) Siehe Kap. IV. 6.

Bei der Position „offene Reserven" muß fürs erste hinsichtlich der Zugehörigkeit zum Eigenkapital eine Einschränkung gemacht werden. Als Eigenkapital können nur allgemeine Reserven (Unternehmungs-Reserven) angesprochen werden, deren Gegenwerte in der Unternehmung mitarbeiten. Sogenannte Reservefonds, die durch einen bestimmten Vermögenswert gebunden sind, können vom Finanzierungsstandpunkt aus nur als durchlaufende Posten aufgefaßt werden. Ferner dürfen Reserven, deren Gegenwerte zwar in der Unternehmung mitarbeiten, die aber bestimmten Zwecken dienen (z. B. Pensionsfonds), nicht dem Eigenkapital zugerechnet werden. Solche Reserven haben Fremdkapital-Charakter, da sie nicht zur Verlustdeckung herangezogen werden können. (Siehe Kap. V C 1 u. 2)

Der in der Bilanz ausgewiesene Gewinn ist nur insoweit als Eigenkapital anzusprechen, als er in der Unternehmung verbleibt und als Gewinn-Vortrag in der Bilanz erscheint. Denn von dem ausgewiesenen Gewinn müssen nach dem Beschluß der Generalversammlung Dividende, Gratifikation, diverse Rücklagen usw. vorerst abgezogen werden. (Im Kapitel V C 2 kommen wir auf Einzelheiten noch zurück.)

Oekonomisch gesehen, haben alle bisher genannten Eigenkapitalposten — abgesehen von den besprochenen Ausnahmen — denselben Charakter: ihr Gegenwert steht den Unternehmungen zur vollständig freien Verfügung und ist an keinen Rückzahlungstermin gebunden. Wohlgemerkt handelte es sich bisher stets um Kapital, das auch für den Außenstehenden auf Grund der Bilanz erkennbar ist, und das der Unternehmung tatsächlich zur Verfügung steht; dazu ist natürlich vorausgesetzt, daß die Bewertung der Vermögensteile richtig war, was wir unterstellen wollen.

Die Unternehmung kann darüber hinaus aber noch über Eigenkapital verfügen, das bilanzmäßig nicht ausgewiesen wird. Hier muß das Gebiet der stillen Reserven berührt werden, die vom Finanzierungs-Standpunkt fast denselben Charakter wie die offenen Reserven haben und daher als Eigenkapital eine nicht unbedeutende Rolle spielen können, worauf im Kapitel V C Absatz 2 (die sogenannte Selbstfinanzierung) noch genauer einzugehen sein wird.

B. Formen des Fremdkapitals auf Grund der Bilanz.

Auf Grund der Darstellung der Eigenkapitalformen darf zusammenfassend noch einmal gesagt werden: Die gesamten in der Arbeit dargestellten Eigenkapitalposten haben ökonomisch denselben Cha-

rakter, ihrer Struktur nach sind sie jedoch verschieden. Das trifft auf das Fremdkapital nicht zu. Es ist nicht nur seiner Struktur nach unterschiedlich, sondern auch in seinem Charakter. Während der Charakter des Eigenkapitals insofern einheitlich ist, als es der Unternehmung restlos, ohne Rücksicht auf Zeit[1]) — falls nicht schon bei der Gründung ein Endtermin vorgesehen war (Terrain-Gesellschaft) — und Herkommen zur Verfügung steht, ist dies bei dem Fremdkapital keineswegs der Fall. Der Charakter des Fremdkapitals hinsichtlich der Dauer seines Verbleibens in der Unternehmung wird vornehmlich durch fremden Willen, nur in geringem Maße durch den Willen der Unternehmung beeinflußt. Dies aber verlangt eine eingehende Erläuterung des Begriffes „Fremdkapital", damit zum Schluß vollkommen Klarheit über die inneren Zusammenhänge herrscht.

Was versteht man gemeinhin unter Fremdkapital? Autoren, die sich besonders mit diesen Fragen beschäftigt haben, so Prion[2]), Kalveram[3]), Leitner[4]), le Coutre[5]), kennen grundsätzlich die Einteilung in Eigen- und Fremdkapital, wobei sie unter Fremdkapital jenes Kapital verstehen, „das in Gestalt von Kredit auf längere oder kürzere Zeit der Unternehmung zur Verfügung steht und das sich von dem Eigenkapital, dem anderen Bestandteile des Unternehmungs- oder Gesamtkapitals, vornehmlich dadurch unterscheidet, daß es seine rechtliche Selbständigkeit behält, wenn sich auch wirtschaftlich die Grenzen der Unterscheidung mehr oder weniger vermischen".[6]) Aus dieser Begriffsfestlegung ist nun zwar nicht ersichtlich, ob z. B. Kreditakzepte dem Fremdkapital zugerechnet werden, doch ist es anzunehmen, da sie nicht besonders behandelt werden und außerdem in den Bilanzschemen der einzelnen Autoren ohne jede Einschränkung dem Fremd-Kapital zugezählt werden. Es ist merkwürdig, daß den einzelnen Autoren nicht aufgefallen ist, daß das Kreditakzept schon deshalb nicht bedingungslos unter den Oberbegriff Fremdkapital paßt, weil die Unternehmung ja in Wirklichkeit Kredit *gibt*. Die nähere Begründung jedoch, weshalb Kreditakzepte nicht ohne Einschränkung dem Fremdkapital zugerechnet werden können, wird weiter unten (Abschnitt 2b) gegeben werden.

---

[1]) **Anm.**: Eine gewisse Ausnahme, auf die im Kapitel V C 2 bei Behandlung der sogenannten Selbstfinanzierung genauer eingegangen wird, liegt bei den stillen Reserven vor.

[2]) Prion: „Der Kapitalbedarf der Unternehmung" in „Kreditpolitik" S. 6 ff. Berlin 1927.

[3]) Kalveram: a. a. O. S. 2265.

[4]) Leitner: a. a. O. S. 296.

[5]) le Coutre: „Beiträge zur betriebswirtschaftlichen Lehre vom Kapital" in „Zeitschrift für Betriebswirtschaftslehre", 4. Jahrg. H. 5 S. 98.

[6]) Heräus: a. a. O. S. 98.

Uns muß es zunächst wenigstens zum Bewußtsein kommen, daß irgend ein Unterschied zwischen dem der Unternehmung direkt überlassenen Kapital und dem von ihr kreierten Kapital (Finanzakzept) besteht. Denn Fremdkapital wird der Unternehmung von fremder Seite auf Grund von Kredit, Depositen oder sonstigen Einlagen zur Verfügung gestellt. Wir können uns nun zunächst mit dieser einfachen und knappen Erklärung begnügen, da hierbei Meinungsverschiedenheiten kaum auftreten dürften. Sofern jedoch noch irgendwelche Unklarheiten bestehen, werden sie wohl durch die eingehende Begründung der Position Akzepte im Rahmen des Fremdkapitals weiter unter beseitigt werden.

Im folgenden sollen nun die Formen des Fremdkapitals aufgezählt werden. Es scheint mir in diesem Zusammenhang unnötig zu sein, für sämtliche Positionen eine eingehende Erklärung als Fremdfinanzierungsmittel abzugeben. Es soll dies nur in ganz knapper Form geschehen, und es wird lediglich auf solche Positionen genauer eingegangen werden, die in diesem Rahmen problematischen Charakter haben. Auch erübrigt es sich naturgemäß, die spezifizierten Fremdkapitalpositionen und ihre Bedeutung für die einzelne Unternehmungsform zu untersuchen, da über den Kredit in der einschlägigen Literatur ausreichende Betrachtungen angestellt worden sind und überdies diese Untersuchung darauf auch nicht hinzielt.

1. Langfristiges Kapital.

Innerhalb des gesamten Fremdkapitals muß zwischen langfristigem und kurzfristigem Kapital unterschieden werden. Aber zwischen beiden gibt es keine genaue Grenze. Eine zeitliche Grenze nach oben gibt es für langfristiges Fremdkapital nicht, die Grenze nach unten kann etwa auf 3—6 Monate beziffert werden.

Das langfristige Fremdkapital zerfällt wieder in verschiedene Gruppen. Wir müssen solches unterscheiden, das der Unternehmung auf Lebenszeit zur Verfügung steht, solches, das auf Jahrzehnte hinaus in der Unternehmung bleibt, und solches, das etwa nur auf ein bezw. mehrere Jahre festgelegt ist.

Aus der Bilanz geht nicht eindeutig hervor, welche Kapitalformen langfristig und welche kurzfristig sind. Auch eine Gruppierung nach Fälligkeitsterminen innerhalb des langfristigen Fremdkapitals ist in Bilanzen nicht üblich. Aus der Bezeichnung der einzelnen Kapitalpositionen kann allenfalls ein Ueberblick über die Kapitalfristen gewonnen werden. Lediglich in Bankbilanzen sind bei einzelnen Kapitalpositionen genaue Fristen der Fälligkeit angegeben.

a) Obligationen.

Die Obligation wird zur Finanzierung stets dann herangezogen, wenn langfristiger Kapitalbedarf vorliegt. Die Kreditdauer der Obligation ist sehr verschieden. Es gibt Obligationen, die eine Laufzeit von 1—10 Jahren, 10—50 und von 50 bis sogar 1000 Jahren (z. B. Siemens & Halske-Anleihe) haben. Eine Anleihe, die z. B. eine Laufdauer von 1000 Jahren hat, unterscheidet sich vom Finanzierungsstandpunkt nicht wesentlich vom Eigenkapital, weil einmal Obligationskapital durch den Gläubiger nicht gekündigt werden kann und ferner bei einer Laufdauer von 1000 Jahren praktisch eine Rücksicht auf den Fälligkeitstermin nicht genommen zu werden braucht. Die Abweichungen im Vergleich mit dem Eigenkapital sind — abgesehen von der Befristung des Obligationenkapitals — folgende: Der Schuldner hat die Möglichkeit, die Obligation vor dem Fälligkeitstermin zu kündigen. Das kann vom Rentabilitätsstandpunkt für die Unternehmung bedeutungsvoll sein, was wir weiter unten noch nachzuweisen haben.[1]) Ferner hat der Obligationär im Gegensatz zum Aktionär Anspruch auf einen bestimmten Zinssatz. Auch diese Verschiedenheit ist vom Rentabilitäts-Standpunkt, der bei der Finanzierung nicht außer Acht gelassen werden darf, wie wir noch sehen werden, wichtig.

Wenn die normale Obligation in wirtschaftlicher Hinsicht in manchen Punkten mit dem Eigenkapital verwandt ist, so besteht in juristischer Hinsicht kein Zweifel, daß sie dem Fremdkapital zuzurechnen ist. Anders verhält es sich mit einigen nachfolgenden Varianten.

b) Wandelanleihen.

Während die sogenannte Gewinnobligation zwar noch in keiner Weise mit dem Eigenkapital, sondern nur mit dem Gewinn der Unternehmung verknüpft ist, was jedoch die Zugehörigkeit zum Fremdkapital nicht im geringsten berührt, muß bei den sogenannten Wandelanleihen, die m. E. zwar grundsätzlich dem Fremdkapital zuzurechnen sind, von einem gewissen Zusammenhang mit dem Eigenkapital gesprochen werden. Zunächst sind bei den sogenannten Wandelanleihen grundsätzlich „Anleihen mit Umtauschrecht" (Convertible Bonds) und „Anleihen mit Aktienrecht" (Optionsanleihen) zu unterscheiden. Beide kann man als „Obligation + Aktienbezugsrecht charakterisieren".[2])

---

[1]) Siehe Kap. V. C. 2 und 3.

[2]) Theisinger: a. a. O. S. 192.

aa) Convertible Bonds.

Die Convertible Bonds können nach Wahl des Inhabers während einer bestimmten Zeit zu einem festgelegten Umtauschverhältnis in Aktien umgewandelt werden (wobei die Gesellschaft vollkommen von dem Willen des Obligationärs abhängig ist). Hinsichtlich der Finanzierung besteht für die Unternehmung die Möglichkeit, vermittelst der Convertible Bonds auch in solchen Zeiten noch Kapital zu erlangen (wie die Praxis zeigt)[2]), in denen die Aktienausgabe und die gewöhnlicher Obligationen versagt. Das dem Papier anhaftende Anrecht auf spätere Umwandlung übt einen stärkeren Anreiz aus und ermöglicht daher eine schnellere Plazierung.

Die Convertible Bonds sind also so lange fremdes Kapital, als sie der Obligationär nicht in „Eigen-Kapital" umgewandelt hat. Daraus ergibt sich, daß der Kapitalstatus bei solchen Unternehmungen, die Convertible Bonds zur Finanzierung herangezogen haben, sich hinsichtlich der Höhe des Eigen- und Fremdkapitals nicht genau aufstellen läßt, da das Fremdkapital innerhalb der relativ langen Erklärungsfrist sich in Eigenkapital umwandeln kann. Obwohl an dem jeweiligen Kapitalstatus durch eine Umwandlung nichts geändert wird — eine Auswirkung ist späterhin lediglich in der Unkündbarkeit der nunmehr zur Aktie gewordenen Obligation zu erblicken — knüpfen sich an diese Transaktion doch Folgen, die zwar direkt mit der Finanzierung nicht in Zusammenhang stehen, aber trotzdem kurz angedeutet werden sollen. In erster Linie ist das Risiko nun auch auf das umgewandelte Kapital voll ausgedehnt, was bisher nur unter den ungünstigsten Umständen der Fall war. Weiter werden die Stimmrechts- und Dividendenverhältnisse erheblich verschoben, da die früheren Obligationäre sich nunmehr in der Gemeinschaft der Aktionäre befinden. Das hat aber unter Umständen Kursänderung und alles, was damit zusammenhängt, zur Folge.

bb) Optionsanleihen.

Anders als bei den Convertible Bonds sieht es, was die Finanzierung anbetrifft, bei den Optionsanleihen aus. Unter Optionsanleihen versteht man Anleihen mit Aktienrecht, die den Inhabern das Recht auf den Bezug von Aktien innerhalb einer festgesetzten Frist und zu einem bestimmten Bezugskurs gewähren. Die Obligation besteht im Normalfall nach Ausübung des Bezugsrechts weiter, sie kann aber auch in Zahlung gegeben werden. Diese Anleihen mit Aktienrecht dienen der Unternehmungsfinanzierung ebenfalls wie die Convertible Bonds dann, wenn die normale Obligation und die Aktie versagen. Von den Vorteilen der Optionsanleihe für den Inhaber

[2]) Wirtschaftskurve: H. 4, Jahrg. 1926.

soll hier nicht gesprochen werden. Für die Finanzierung der Unternehmung bedeutet diese Anleihe einen großen Unsicherheitskoeffizient. Denn das Problem der Vorausbestimmung der Höhe des Eigen-Kapitals ist schwer zu lösen. Während bei den Convertible Bonds lediglich eine Veränderung der Kapitalbeteiligungsform eintritt, wird bei den zur Option berechtigten Obligationen gegebenenfalls neues Eigenkapital zugeführt. Die Unternehmung muß also regelmäßig damit rechnen, daß das Eigenkapital sich vermehren wird. Der Bezug von Aktien für die Anleihebesitzer ist jedoch nicht obligatorisch. Die Unternehmung kann also auf Ausübung oder Nichtausübung des Bezugsrechtes keinen Einfluß geltend machen, außer durch eine entsprechende Dividendenpolitik. Darüber hinaus besteht aber auch die Möglichkeit, daß sich das Fremdkapital zwar nicht unbedingt, wie bei den Convertbile Bonds, so doch, wenn es den Obligationären gefällt, verringern kann. Eine Verringerung des Fremdkapitals bedeutet dann aber gleichzeitig eine entsprechende Vergrößerung des Eigenkapitals. Jede Unternehmung wird damit rechnen können, daß nur zu einem Teil Obligationen in Zahlung gegeben werden, so daß während der Umwandlungsfrist der Unternehmung in der Regel dauernd Kapital zufließen wird, sie muß also genügend Expansionsmöglichkeiten besitzen bezw. eine „Anzahl von Sicherheitsventilen, die es ihr gestatten, Fremdkapital (Ankauf von Obligationen oder dergl.) zurückzuzahlen."[1]) Die unbestimmte Finanzierungspolitik durch die Optionsanleihe geht daraus deutlich hervor. Nunmehr dürfte auch Klarheit darüber geschaffen sein, weshalb bei den Wandelanleihen Bedenken bestanden, sie bedingungslos dem Fremdkapital zuzuordnen. Für die Unternehmung besteht daher keine Möglichkeit, die Höhe ihres zukünftigen Eigenkapitals zu übersehen, da der Obligationär sich innerhalb einer bestimmten Zeitspanne (in der Regel 2—5 Jahre) den Zeitpunkt zur Geltendmachung seines Rechts wählen darf.

c) Hypotheken.

Die Finanzierung durch Hypotheken ist entweder auf dem Wege der Verkehrs- oder der Sicherheitshypothek möglich. Uns interessiert hier nur die Verkehrshypothek, da nur sie in der Bilanz ausgewiesen wird, während die Sicherungshypothek in der Regel mit der Position Kontokorrent bezw. Kreditoren in Zusammenhang zu bringen ist, sie dient lediglich, wie es ihr Name schon sagt, als Sicherung für einen laufenden Kredit und lautet daher auf einen Maximalbetrag. Dieser laufende Kredit figuriert in der Bilanz aber nicht unter dem Oberbegriff „Hypothek", sondern unter dem Oberbegriff „kurzfristige Kredite", da es sich in der Tat ja nur um einen kurzfristigen Kredit handelt, der durch eine besondere hypothekarische Eintragung sichergestellt ist. Bei der Verkehrshypothek hingegen besteht die Schuld bei Eintragung in

[1]) Theisinger: a. a. O. S. 197.

vollem Umfange, aus welchem Grunde sie auch in der Bilanz in voller Höhe ausgewiesen wird.

Die Verkehrshypothek kann verschiedenen Finanzierungszwecken dienstbar gemacht werden. Auf der einen Seite kann diese Hypothek bereits bestehendes Anlagevermögen wieder mobilisieren, um Geld für neue Anlagen zu schaffen; auf der anderen Seite kann sie auch zur Beschaffung von Betriebsvermögen in Anspruch genommen werden. Oft ist der Ursprung der Hypothek auf eine Restkaufgeldforderung zurückzuführen.

In diesem Zusammenhange muß noch kurz auf die Baugeldhypothek eingegangen werden, die zur Finanzierung von im Bau befindlichen Anlagen dient. Man findet diese Hypothek in den Bilanzen jedoch erst dann, wenn sie in ihren „vollen Wert" hineingewachsen ist. Das ist nur durch die Entstehung des Baugeldkredites zu erklären. Der Baugeldkredit wird von Kreditbanken eingeräumt und in Raten ausgezahlt: erste Rate nach Fertigstellung der Grundmauern, zweite Rate nach Erbauung des Untergeschosses usw. In der Praxis verfährt man daher so, daß die einzelnen Raten auf einem Kreditoren- (Bank-) konto verbucht werden und dieses Konto erst bei Fertigstellung des Baues auf Baugeldhypothekenkonto übertragen wird. Genau genommen handelt es sich bei einem Baugeldkredit um einen kurzfristigen Kredit (da beispielsweise die erste Rate etwa ein halbes Jahr lang, die zweite Rate etwa 4 Monate lang, die dritte etwa 2 Monate lang usw. der Bank geschuldet wird), der erst bei Fertigstellung des Hauses in einen langfristigen, den normalen Hypothekenkredit, umgewandelt wird. Die Baugeldhypothek wird — wie bereits erwähnt — von Kreditbanken gewährt, wobei diese sich allerdings von dem Baugeldnehmer einen Revers, ausgestellt von einer Sparkasse oder Hypothekenbank, beibringen lassen, mit der Verpflichtung, daß die in Rede stehende Hypothek von einem dieser Institute nach Fertigstellung des Gebäudes als normale Verkehrshypothek übernommen wird.

Die Hypothek als Mittel der Finanzierung wird auch von Schiffahrts-Gesellschaften in Anspruch genommen, da Schiffe hypothekarisch belastet werden können.

b) Darlehen.

Unter Darlehen haben wir einen langfristigen Kredit, der in der Regel durch Bürgschaften gedeckt ist, zu verstehen.

Für die Kapitalbeschaffung durch Darlehen kommen beispielsweise die Gesellschafter der verschiedenen Gesellschaften, Aktionäre und auch Außenstehende in Frage; weiter erfolgt Darlehns-Hergabe auch durch Banken.

Das Darlehen braucht nicht immer in Geld gegeben zu werden, wenn dies auch der häufigste Fall ist. Der Darlehnsgeber über-

trägt anstatt Geld Waren oder sonstige Gegenstände zu einem Preis, auf den man sich geeinigt hat.

Dies ist ein Fall, der oft bei der Gründung zu beobachten ist. Die Unternehmung, die die Höhe des Eigenkapitals aus irgendwelchen Gründen schon begrenzt hat, ist zwar bereit, Sachwerte aufzunehmen, aber nicht das Aktienkapital zu erhöhen oder Gesellschafter-Rechte einzuräumen. Durch einen im Verhältnis zu dem den übrigen Gläubigern eingeräumten höheren Zinssatz wird die Unternehmung die Darlehnsgeber trotzdem an die Unternehmung fesseln können. Das Darlehen wird mit Ablauf der Zeit fällig, welche für die Rückgabe bestimmt ist, andernfalls, wenn keine Zeit verabredet ist — hängt der Fälligkeitstermin von der Kündigung des Gläubigers oder des Schuldners ab.

Die Unternehmung bedient sich der Bank als Darlehnsquelle dann, wenn sie sich am Anfang ihres Bestehens Freiheit in der endgültigen Finanzierung durch Eigen- bezw. Fremdkapital lassen will; bei der Gründung wird ja zunächst nur ein theoretisch ausgewogenes Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital konstruiert, das auf Grund des praktischen Geschäftsganges evtl. einer Berichtigung bedarf. Stellt es sich heraus, daß die Unternehmung dieses Darlehen, das in den meisten Fällen langfristiger Natur ist, nicht benötigt, wird sie es kündigen. Im anderen Fall wird der Geldgeber — sofern es sich um eine Bank handelt — darauf dringen, daß dieser seiner Natur nach langfristige Kredit abgedeckt wird. Das wird in solchen Fällen in der Regel dadurch geschehen, daß die Bank die Emission weiterer Aktien betreibt. Darlehnsgeber, die sich aus Gesellschafter- oder Aktionärskreisen rekrutieren, wird man durch einen höheren Zins zu veranlassen suchen, das Darlehen weiter bestehen zu lassen.

e) Festgelegte Depositen.

Depositen, die auf längere Zeit einer Unternehmung zur Verfügung stehen, werden nur in den Bilanzen der Sparkassen und Banken zu finden sein. Für die Finanzierung sind festgelegte Depositen insofern bedeutungsvoll, als dieses Kapital mindestens für ein halbes Jahr zur Verfügung steht und 1—3 Monate vor Ablauf der Frist gekündigt werden muß.

2. Kurzfristiges Kapital.

Wie schon bei den langfristigen Krediten ausgeführt, ist auch von den kurzfristigen Krediten zu sagen, daß sie nicht immer (abgesehen von der äußerlichen Einteilung) von den langfristigen Krediten zu trennen sind. Eine zeitliche Grenze nach oben gibt es formell wohl, sie wird in der Praxis etwa auf 3—6 Monate beziffert.

Der sogenannte kurzfristige Kredit zerfällt ebenfalls in verschiedene Gruppen: Kredit auf Monate, auf Wochen, auf Tage. Eine Gruppierung des kurzfristigen Kapitals in der Bilanz nach Fälligkeitsterminen

ist — mit Ausnahme von Bank-Bilanzen — nicht üblich und auch kaum möglich. Aus dem Kredit, der für mehrere Monate gewährt ist, wird oft ein langfristiger Kredit, sofern er den Charakter des Revolving-Kredits annimmt. Das hindert aber nicht, daß derartige Kredite zu den kurzfristigen gezählt werden, da sie offiziell höchstens auf etwa 3 Monate gewährt worden sind, die Verlängerung jedoch stillschweigend vorgenommen wird.

a) Bankkredit.

Der Bankkredit wird als Personal- oder als Realkredit gewährt. Aus den verschiedenen Sicherungen, die Banken für Realkredite beanspruchen, erklären sich die verschiedenen Formen des Bankkredits. In den Bilanzen der Kreditnehmer werden Kredite der Banken — gleichgültig, ob es sich um einen Kredit in laufender Rechnung, gegen Sicherungshypothek, Lombard- oder Report-Kredit handelt — fast immer als „Verbindlichkeiten gegenüber Banken" auf der Passivseite ausgewiesen.

In der Regel dient der Bankkredit als Ueberbrückungskredit für die verschiedensten Finanzierungslücken beim Produktionsprozeß, da das bei der Anschaffung von Rohstoffen und Halbfabrikaten gewährte Ziel der Lieferanten bis zur Geldwerdung oft nicht ausreicht, Lohnzahlungen geleistet werden müssen usw.

Für welchen Zeitraum derartige Kredite gebraucht werden, kann vorher in den meisten Fällen nicht genau bestimmt werden. Es ist daher für die Unternehmung außerordentlich wertvoll, daß der Bankkredit — sofern entsprechende Umsätze getätigt werden — nicht zu einem bestimmten Zeitpunkt zurückgezahlt zu werden braucht. Der Kredit erneuert sich gewissermaßen über den ursprünglich zugesagten Termin hinaus von selbst. Wir sprechen in diesem Falle von einem Revolving-Kredit. Dieser Kredit hat zweifellos langfristigen Charakter, wenn er auch als kurzfristiger Kredit in den Bilanzen figuriert.

b) Lieferantenkredit.

aa) in laufender Rechnung.

Der Lieferantenkredit, der in der Bilanz unter der Bezeichnung „Verbindlichkeiten auf Grund von Warenlieferungen und Leistungen" figuriert, ist die typische Form des kurzfristigen Kredits, denn meistens werden nur Fristen von 1—3 Monaten bewilligt. Der Lieferantenkredit wird ähnlich wie der Kontokorrentkredit bei Banken in laufender Rechnung eingeräumt, er ist in der Regel aber leichter und vor allem auch formloser als der Bankkredit zu erlangen, da der Lieferant auf Grund der gelieferten Waren erwarten kann, daß der Kunde nach Verkauf der Ware über entsprechende Mittel verfügt, um den Kredit abdecken zu können.

bb) Akzept (Waren).

Eine besondere Form des Lieferantenkredits ist der Waren-Akzept-Kredit. Dieser Kredit entspricht in seinem Charakter vollkommen dem Lieferantenkredit in laufender Rechnung. In der Bilanz wird der Waren-Akzept-Kredit unter „Verbindlichkeiten aus der Annahme von gezogenen Wechseln und der Ausstellung eigener Wechsel" eingestellt. In dieser Position sind auch Akzepte, die nicht auf Grund von Warenlieferungen und Leistungen entstanden sind, sogenannte Kredit- oder Finanzakzepte (siehe Kap. B. 2 b) enthalten. Diese Vermischung von Akzepten, die in ihrem Charakter voneinander stark abweichen, erschwert den Ueberblick über die Zusammensetzung des Kapitals.

c) Kreditoren und täglich fällige Depositen.

Die Finanzierung durch täglich fällige Kreditoren und Depositen ist das Privileg der Banken. Unter Kreditoren sind Einlagen bei Banken zu verstehen, wobei naturgemäß die aus Kreditgewährung stammenden Kreditoren[1]) uns nicht interessieren dürfen.

Sofern in Nichtbankbilanzen sich die Position Kreditoren befindet, ist anzunehmen, daß darin Lieferantenkredite bezw. kurzfristige Darlehen eingeschlossen sind .

Täglich fällige Depositen unterscheiden sich von den Kreditoren nur dadurch, daß die Bewegung auf dem Konto meistens nicht so groß ist und vor allem die Möglichkeit der Konto-Ueberziehung nicht besteht. Wohl findet man auch hier und da in Bilanzen von Unternehmungen, die nicht Banken sind, eine Position „Depositen der Angestellten und Arbeiter", doch ist der Betrag im Verhältnis zur Kapitalsumme in der Regel kaum von Bedeutung.

[1]) **Anmerkung:** Da die Finanzierungsmittel auf Grund der Bilanz dargestellt werden, muß noch bemerkt werden, daß grundsätzlich von dem Fremdkapital die **fiktiven Posten**, wie ich sie nennen will, die sich in der Bilanz meistens in der Position „Kontokorrent" befinden, abgesondert werden müssen. Diese sogenannten fiktiven Posten haben mit der Finanzierung nichts zu tun, sie sind lediglich geeignet, das Bild von den fremden Mitteln zu trüben. Denn es handelt sich nicht um zusätzliche Mittel, sondern um Zahlen, die buchmäßig kreiert worden sind, um größere Kreditoren vorzutäuschen. Bei manchen Banken ist diese Uebung beliebt, die zum Teil grundsätzlich bei Kreditbewilligung oder — was dasselbe ist — erst am Jahresende bei gewährten, aber noch nicht in Anspruch genommenen Krediten die Buchung: „Debitoren an Kreditoren" vornehmen. Es ist klar, daß diese buchmäßige Manipulation mit der Finanzierung und auch mit der sogenannten Kreierung von Mitteln (Kreditakzept) nichts gemein hat, ja sogar im höchsten Grade verwirrend wirkt, wenn nicht wenigstens in einer Anmerkung der Bilanz — wie z. B. bei den englischen Banken — die Höhe dieser fiktiven Posten vermerkt wird.

b.) Kredit- oder Finanzakzept.

Besondere Aufmerksamkeit soll dem Kredit- oder Finanzakzept zugewendet werden. Während bei den bisher besprochenen Methoden der Fremdfinanzierung die Unternehmung Kapital von fremder Seite, sei es in Form von Bargeld oder sofort nutzbaren Werten erhält, ist dies bei der Finanzierung durch Kredit- oder Finanzakzepte nicht der Fall. Im Gegenteil, die Unternehmung schöpft von sich aus Mittel, die sie dem Kreditnehmer zur Verfügung stellt. Es ist hier ein ähnlicher Vorgang wie bei einer Notenbank, die durch „Ausgabe von Banknoten selber die Mittel kreiert, mit denen sie Zahlung leistet. Der Unterschied ist jedenfalls kein prinzipieller, sondern nur ein gradueller."

Es entsteht hier die Frage, ob es sich bei der Kreierung von Kapital überhaupt um Finanzierung der eigenen Unternehmung handelt. Wir geben zu, daß diese Frage nicht leicht zu beantworten ist. Wenn wir uns auf den Standpunkt stellen, daß Kredit- oder Finanzakzepte als Bürgschaften aufzufassen sind, dann hat die Ausgabe von Kredit- oder Finanzakzepten mit der Finanzierung der Unternehmung nichts zu tun. Tatsache ist aber, daß Akzepte übernommene Verpflichtungen darstellen und daher auch nicht in der Vorspalte der Bilanz — wie Bürgschaften —, sondern in deren Hauptspalte ausgewiesen werden.

Das Kredit- oder Finanzakzept ist keine Eventualverpflichtung. Die Ausgabe von Kredit- oder Finanzakzepten bedeutet also, wie es auch bei den bisher besprochenen fremden Krediten bezw. Depositen der Fall war, Beschaffung von Fremdkapital. Nur der Weg, den das Geld nimmt, ist ein anderer. Die Unternehmung erhält nämlich das mit Hilfe des Akzepts für ihren Kreditnehmer gewünschte Kapital nicht selbst, um es dem Kreditnehmer dann auszuhändigen, sondern tritt nur als Vermittlerin in Funktion, da der Kreditnehmer den Gegenwert beschafft. Die Unternehmung (meistens eine Bank) stellt gewissermaßen eine Anweisung aus, die bei einer anderen Unternehmung (vorwiegend Banken und Reichsbank) eingelöst wird. Die Unternehmung kann also den Kreditnehmer durch Akzepthergabe nur deshalb finanzieren, weil sie selbst finanziert wird.

Aus diesen Ausführungen dürfte hervorgehen, daß, wenn die Akzepte vorbehaltlos dem Fremdkapital zugerechnet werden (wir verkennen natürlich nicht, daß sie im Prinzip dort tatsächlich hingehören), die sogenannte Fremdfinanzierung ein schiefes Bild ergibt. In der Auffassung, eine Trennung der Akzepte unter dem Obergriff Fremdkapital vornehmen zu müssen, werde ich durch das Bilanzschema der Zweimonatsbilanzen der Banken in der Frankfurter Zeitung bestärkt. Anscheinend hat man die Akzepte bewußt der Hauptrubrik „Fremde Mittel", die sich in diesem Bilanzschema befindet, ferngehalten, während sie bei den meisten Bankbilanzen und auch bei allen Industrie- und

Handelsgesellschaften vorbehaltlos unter den fremden Mitteln rangieren. Hierzu könnten noch verschiedene Argumente ins Feld geführt werden, doch zur Klarstellung in bezug auf die Finanzierung dürfte das Nötigste gesagt sein.

e) Kundenkredit: Anzahlungen.

Kundenkredit erhält eine Unternehmung nur unter der Voraussetzung, daß der Kunde einen namhaften Auftrag zur Herstellung eines Spezialobjekts erteilt hat. Dieser Kredit ist also in Wirklichkeit eine Anzahlung, die einmal zur Finanzierung des Auftrages dient, weiter aber auch als Sicherheit gelten kann.

Es ist klar, daß z. B. keine Werft bereit sein wird, ein Schiff zu bauen, wenn nicht die Gewähr besteht, daß dieses Schiff auch abgenommen wird. Durch die Anzahlung ist jedenfalls das Risiko gemildert und die Finanzierung des Schiffes zum Teil gesichert.

III. Die Finanzierung im weiteren Sinne: die Beschaffung von Geld überhaupt.

Die Kapitalformen, die wir bisher kennengelernt haben, treten in der Bilanz auf der Passivseite in Erscheinung und dienen zur Begründung von Vermögen.

Die Beschaffung von Geld, durch das der Kapitalradius der Unternehmung nicht erweitert wird, gehört aber ebenfalls zu dem Komplex „Finanzierung". Es handelt sich bei der Geldbeschaffung aber nicht um eine Finanzierung im engeren, sondern um eine solche im weiteren Sinne. Denn auf Grund der Vermögensbestandteile die durch die Finanzierung im engeren Sinne, also durch Kapitalbeschaffung entstehen, ist die Beschaffung von Geld, also eine Finanzierung im weiteren Sinne möglich. Die Passivseite der Bilanz wird durch Finanzierungsmaßnahmen im weiteren Sinne, durch die Beschaffung von Geld, in keiner Weise berührt. Vermögenswerte, die auf der Aktivseite der Bilanz ihren Niederschlag finden, werden lediglich *vor* der „natürlichen" Geldwerdung zu Geld gemacht, Wechsel z. B. durch Diskontierung.

Zur Klärung der Zusammenhänge ist es notwendig, daß wir den Weg des Geldes beim Ueberschreiten der Unternehmungsschwelle verfolgen, die Buchung lautet: „Kasse an Kapital". Dieses Geld, das in der Kasse ist, muß nun die verschiedensten Stufen durchwandern, bis es wieder zu Geld wird. Wann dieser Fall eintritt, kann nur in wenigen Fällen vorher gesagt werden. Eines ist sicher: alles kristallisiert sich in der Totalität zu Geld. Die Unternehmung kann den Zeitpunkt der Geldwerdung aber nicht immer abwarten, sie beschleunigt daher diesen Vorgang — sagen wir einmal — durch einen Kunstgriff, etwa durch Diskontierung oder dergl.

An einem Beispiel erläutert, ist der Finanzierungsvorgang vermittelst Wechseldiskont oder dergl. doch so, daß die Unternehmung in den Besitz dieser Wechsel nur dadurch gelangt ist, daß sie über Kapital verfügen mußte, um beispielsweise zunächst überhaupt Waren kaufen zu können. Durch den Verkauf dieser Waren erhält die Unternehmung zu ihrem Verdruß — fassen wir den Fall einmal so auf — nicht Bargeld sondern Wechsel. Da die Unternehmung nun aber dringend

Bargeld benötigt, um ihre eigenen Verpflichtungen erfüllen zu können, diskontiert sie diese Wechsel. Damit hat sie das erreicht, was sie wollte: sie hat Werte liquide gemacht, lediglich eine Umwandlung, eine Regulierung vorgenommen. Es handelt sich hier also nur um eine Verschiebung auf der Vermögensseite, wodurch die Passivseite — wie schon hervorgehoben — in keiner Weise berührt wird. Hätte die Unternehmung nicht die Möglichkeit gehabt, Wechsel zu diskontieren, also den Teil des Vermögens, der dem Gelde am nächsten steht, flüssig zu machen, wäre nur der Weg, neues Eigen- oder Fremdkapital aufzunehmen, übriggeblieben.

IV. Auswirkung der Form der Unternehmung auf die Eigenfinanzierung.

Die Wahl der rechtlichen Form, in der die Unternehmung ihr Ziel verfolgen will, wird durch die verschiedensten Faktoren beeinflußt. Die Größe der Unternehmung, der Unternehmungsgegenstand, steuerpolitische Motive,[1]) die Beschaffung von Kapital usw. können eine wesentliche Rolle spielen.

Es wäre daher unsinnig, eine Lösung dieses Problems — die ja ohnehin nicht unsere Aufgabe ist — unter dem Gesichtswinkel der Eigen- bezw. Fremdkapitalbeschaffung versuchen zu wollen. Wir werden also die Formen der Unternehmung kritiklos als einen gegebenen Faktor hinnehmen und lediglich die Auswirkung der Unternehmungsformen auf die Eigenkapitalbeschaffung untersuchen.

Das Eigenkapital einer Unternehmung wird durch einen oder mehrere Unternehmer, die die Träger der Unternehmung sind, aufgebracht.

Zur Feststellung, wer nun eigentlich Unternehmer ist, wer also auch für die Eigenfinanzierung die Verantwortung trägt, müssen wir uns nach Rieger[2]) fragen: „Wer strebt nach Gewinn, wer hat das Eigenkapital aufgebracht, wer hat das Risiko zu tragen, und zwar derart, daß er im Falle einer Liquidation oder eines Konkurses an allerletzter Stelle befriedigt wird?" Gerade bei Aktiengesellschaften bestehen Unklarheiten in bezug auf den Unternehmer, da man auch in Fachkreisen den Aktionär oft nicht als Unternehmer zu betrachten pflegt. Nach der oben zitierten „Definition" von Rieger dürfte kein Zweifel sein, zu welcher Kategorie der Aktionär zu rechnen ist. Unternehmer ist die Gesamtheit der Aktionäre — die „Aktionärschaft".[3])

Je nachdem, ob das Eigenkapital von einem oder mehreren Unternehmern gemeinsam, sei es zu gleichen oder auch zu ganz verschiede-

[1]) Eine Unternehmung mit Rücksicht auf die augenblickliche Steuerlage zu gründen, hat nur sehr bedingten Wert, da Steuern nicht von Dauer sind.

[2]) Rieger: a. a. O. S. 99.

[3]) Rieger: a. a. O. S. 124.

nen Teilen, aufgebracht wird, unterscheidet man verschiedene Unternehmungsformen im juristischen Sinne. Die Höhe des Eigenkapitals, das die Unternehmung braucht, ist durch die juristische Form der Unternehmung nicht begrenzt. Es läßt sich daher nicht eine Formel prägen dahingehend, daß für Unternehmungen mit hohem Eigenkapitalbedarf etwa die Form der Aktiengesellschaft, für solche mit geringem Eigenkapital etwa die der Einzelunternehmung nur in Frage kommen könnte oder sogar kommen müßte. Ein begründetes Recht, diese Auffassung zu vertreten, kann auch nicht aus der Tatsache hergeleitet werden, daß die Aktiengesellschaft nur mit einem Mindestkapital in Höhe von 50 000 Reichsmark und die Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit einem solchen in Höhe von 20 000 Reichsmark nach dem Gesetz gegründet werden darf, während für die Einzelunternehmung, Offene Handelsgesellschaft, Kommanditgesellschaft und Gewerkschaft gesetzliche Vorschriften in bezug auf das Mindest-Kapital nicht bestehen. Der Gesetzgeber hat gerade für die Form der Aktiengesellschaft und Gesellschaft mit beschränkter Haftung ein Mindestkapital festgesetzt, weil bei diesen Unternehmungsformen eine Haftung des Unternehmers oder wenigstens von einem Teil der Unternehmer mit dem ganzen Vermögen, wie bei den übrigen Unternehmungsformen, nicht besteht.

Daraus geht hervor, daß die gesetzliche Bestimmung lediglich dem Gläubigerschutz dient. Das Leben zeigt ja auch, daß Unternehmungen mit hohem Kapitalbedarf nicht immer gerade die Form der Aktien-Gesellschaft haben und auf der anderen Seite beispielsweise die Einzelunternehmung oder die Offene Handelsgesellschaft nur für Unternehmungen mit geringen Kapitalansprüchen die gegebene Form ist.[1])

Dabei braucht es sich nicht etwa um Zufallserscheinungen zu handeln. Es wird beispielsweise die Unterbringung von Aktien einer

[1]) Dr. E. Goerke: „Welche Unternehmungsform verspricht den größten Geschäftserfolg?" Stuttg. 1925. S. 45: „Alfred Krupp hat sich stets auf sich selbst gestellt. Die Umwandlung seiner Unternehmung in eine A.-G. erfolgte nur aus verwaltungstechnischen und erbrechtlichen Gründen. Niemals hat eine Kruppaktie die Börse gesehen. Niemals bis Kriegsende hat die Kruppsche Fabrik als Schuldnerin sich in eine Abhängigkeit vom Kapitalmarkte begeben. Jeder Erfolg wurde mit eigener Kraft errungen. August Thyssen behalf sich mit Hypothekar- und Obligationskredit und bildete für sich ein Verfahren des persönlichen Kredites aus, das in kunstvoller Verknüpfung und in ertragswirtschaftlicher Fähigkeit einer Kapitalbeschaffung auf der Aktiengrundlage kaum nachgab. Henry Ford schließlich hat in seinem von höchstem Wirtschaftserfolg getragenen Handeln nur ganz vorübergehend sich in die Abhängigkeit von kapitalkräftigen Teilhabern begeben. Unter Ablehnung der Banken hat er alle seine Wirtschaftserfolge aus eigener Kraft errungen. Seine Auffassung, der richtige Ort, um eine industrielle Unternehmung kapitalwirtschaftlich zu versorgen, sei die Fabrik und nicht die Bank, kann natürlich, auf den menschlichen Durchschnitt der Unternehmer bezogen, keine allgemeine Gültigkeit finden, so beachtenswert sie auch ist."

neu zu gründenden Gesellschaft an der Börse in unnormalen Zeiten, insbesondere in einer ausgesprochenen Baisse-Periode, unmöglich sein. Dem Gründer einer Unternehmung wird es unter solchen Umständen jedenfalls eher gelingen, einen einzelnen, vielleicht auch zwei oder drei, jedenfalls einen kleinen Kreis von Geldgebern, die er persönlich „bearbeiten" kann, für seine zu gründende Unternehmung zu interessieren. Er wird Gelegenheit haben, an Hand von Berechnungen ganz eingehend nachzuweisen, daß die Hergabe von Eigenkapital nur mit dem auch in normalen Zeiten üblichen Risiko verbunden ist und darüber hinaus, ungeachtet der allgemeinen Krise der übrigen Unternehmungen, lohnend ist. Wie sollte das aber der Masse, die durch die unterstellte wirtschaftliche Depression stark beeinflußt ist, klar gemacht werden?

Natürlich soll auch nicht abgestritten werden, „daß zwischen Inhalt und Form gewisse Zusammenhänge bestehen gerade hinsichtlich der Eigenfinanzierung".[1]) Diese Ueberlegungen entspringen dann rein praktischen Interessen.

Im folgenden soll nun aufgezeigt werden, welche Eigenfinanzierungsmöglichkeiten den einzelnen Unternehmungsformen gegeben sind, wobei das Hauptgewicht auf Heraushebung der charakteristischen Merkmale gelegt wird.

1. Einzelunternehmung.

Die Einzelunternehmung ist eine Form, in der sich ein Betrieb wirtschaftlich aus kleinsten Anfängen heraus zur höchsten Höhe emporarbeiten kann. Die Versorgung der Einzelunternehmung mit Eigenkapital hängt von der Kapitalkraft eines Einzelnen, des Unternehmers, ab.

Das Eigenkapital der meisten Einzelunternehmungen ist verhältnismäßig gering, weil die Eigenart dieser Unternehmungen großes Eigenkapital nicht bedingt.

Die Möglichkeit der Gründung eines Unternehmens mit hohem Eigenkapital als Einzelunternehmung besteht ebenfalls, wenn der Unternehmer über ausreichende Mittel verfügt. Die Erweiterung des Eigenkapitals durch Fremdkapital kann allerdings der Einzelunternehmung Schwierigkeiten bereiten; denn die Einzelunternehmung ist zu sehr mit dem Unternehmer verwachsen, so daß von seiner persönlichen Tüchtigkeit, von seinem Lebenswandel, von seiner Gesundheit alles abhängt. Niemand weiß, was nach dem Tode des Unternehmers aus der Unternehmung wird. Diese Einwendungen gelten aber nur da, wo die Mittelmäßigkeit regiert. Allen Bedenken zum Trotz strömt

[1]) Deman: a. a. O. S. 65.

bisweilen auch das Fremdkapital der Einzelunternehmung willig zu, wenn Talent und Genie die Unternehmung zur Blüte führen und im Zusammenhang damit dem Fremdkapital natürlich eine hohe Verzinsung geboten wird. Es kann also nicht behauptet werden, daß es einen bestimmten Typus der Einzelunternehmung gibt. Wir finden in der Form der Einzelunternehmung Betriebe jeder Größe, sogar solche von Weltruf, die sich meistens im Laufe der Jahrzehnte, insbesondere durch Gewinnthesaurierung, hochentwickelt haben. Daraus geht schon hervor, daß die Gewinnthesaurierung (sogenannte Selbstfinanzierung) [1]) eine weitere Möglichkeit der Eigenfinanzierung ist. Durch die nicht verbrauchten Gewinne kann das Kapital regelmäßig vergrößert werden. Das dauert — auch in günstigen Fällen — meistens zu lange. „Aber selbst da, wo es zunächst gelungen ist, sehen wir fast stets nach einiger Zeit eine Umwandlung, einen Uebergang zu einer anderen Unternehmungsform". [2]) Nicht selten wird dieser Vorgang auch auf Betreiben der Gläubiger herbeigeführt. Denn das Eigenkapital ist bei der Einzelunternehmung keine konstante Größe. Der Unternehmer kann das Geschäftskapital jederzeit in Privatkapital umwandeln und somit Vermögensteile aus der Unternehmung herausziehen. Sofern nun das Privatvermögen vom Unternehmer angegriffen wird, steht dem Gläubiger, der zwar in die private und in die geschäftliche Vermögensmasse vollstrecken kann, im Konkursfalle zur Befriedigung seiner Forderungen nur noch die verringerte Vermögensmasse zur Verfügung. Mannigfache andere Gründe sind außerdem noch für die Umwandlung der Einzelunternehmung in eine andere Unternehmungsform mitbestimmend, auf die aber in diesem Zusammenhange nicht näher eingegangen zu werden braucht.

2. Stille Gesellschaft.

Bei der stillen Gesellschaft liegen die Verhältnisse bei der Eigenfinanzierung grundsätzlich genau so, wie bei der Einzelunternehmung. Oekonomisch gesehen, bedeutet die Einlage des stillen Gesellschafters eigentlich nichts anderes als einen langfristigen Kredit. Da aber die vorher bezeichneten Merkmale (Risiko [3]) usw.) auf dieses Kapital Anwendung finden, ist es dem Eigenkapital zuzurechnen.

3. Offene Handelsgesellschaft.

Die Eigenkapitalbasis kann bei der offenen Handelsgesellschaft naturgemäß größer sein, als bei einer Einzelunternehmung, da die Eigenfinanzierung durch Gesellschafter erfolgt, deren Zahl theoretisch be-

---

[1]) Siehe Kap. V C 2.

[2]) Rieger: a. a. O. S. 101.

[3]) Das Risiko kann allerdings nach § 336,2 H. G. B. ausgeschlossen werden.

liebig groß sein kann.[1]) In der Praxis stellen sich aber in dieser Hinsicht verschiedene Schwierigkeiten ein, so z. B. die Teilnahme jedes einzelnen Gesellschafters an der Geschäftsleitung (Konfliktmöglichkeit). Da jeder Gesellschafter, der sich mit nennenswerten eigenen Mitteln an einer O. H. G. zu beteiligen gedenkt, auch tätig in der Geschäftsleitung wird mitwirken wollen, kann der Kreis der Gesellschafter, die für die Beschaffung des Eigenkapitals in Frage kommen, stets nur relativ klein sein. Denn eine beliebig große Zahl von Köpfen kann eine Unternehmung nicht leiten. Es soll aber auch nicht übersehen werden, daß viele Gesellschafter, die sich zwar nur mit geringen eigenen Mitteln beteiligen können, aber angesehene und vertrauenswürdige Persönlichkeiten sind, dennoch für die Unternehmung in finanzieller Hinsicht vorteilhaft sein können, da die Basis für die Beschaffung von Fremdkapital dadurch eine breitere ist. Die O. H. G. ist eine streng auf dem Persönlichkeitsgedanken aufgebaute Gesellschaft.

Die Möglichkeit der Erhöhung des Eigenkapitals durch sogenannte Selbstfinanzierung ist, ebenso wie bei der Einzelunternehmung, auch bei der O. H. G. gegeben. Im H. G. B. § 120, Abs. 2 heißt es: „Der einem Gesellschafter zukommende Gewinn wird dem Kapitalanteil des Gesellschafters zugeschrieben . . .". Danach kann man annehmen, daß auch der Gesetzgeber die Akkumulation von Gewinn als normalen Weg zur Erhöhung des Eigenkapitals angesehen hat. Für die Erhaltung des Eigenkapitals bietet die O. H. G. im Gegensatz zur Einzelunternehmung eine Gewähr. Die Umschreibung von Eigenkapital in beliebiger Höhe auf Privatkonto ist bei der O. H. G. nicht ohne weiteres möglich. „Jeder Gesellschafter ist berechtigt, aus der Gesellschaftskasse Geld bis zum Betrage von vier von Hundert seines für das letzte Geschäftsjahr festgestellten Kapitalanteils zu seinen Lasten zu erheben und, soweit es nicht zum offenbaren Schaden der Gesellschaft gereicht, auch die Auszahlung seines den bezeichneten Betrag übersteigenden Anteils am Gewinn des letzten Jahres zu verlangen" (H. G. B. § 122). Im übrigen kann ein Gesellschafter ohne Einwilligung der anderen Gesellschafter seinen Kapitalanteil nicht vermindern. Im Interesse der Erhaltung des Unternehmens ist diese Bestimmung erforderlich und bildet wohl den wichtigsten Gegensatz zu der Einzelunternehmung, die, wie bereits ausgeführt, Umschreibung des Kapitalkontos auf Privatkonto jederzeit zuläßt.

4. Kommanditgesellschaft.

Die Unternehmungsform der Kommanditgesellschaft ist ihrer Konstruktion nach geeignet, noch größeres Eigenkapital als selbstverständ-

[1]) Wir finden in der Praxis nicht nur Offene Handelsgesellschaften mit 2 bis 6 Gesellschaftern — wie die Literatur zum größten Teil annimmt —, sondern sogar bis zu 60 Gesellschaftern recht häufig. Ja, eine Reichsgerichtsentscheidung erwähnt sogar eine O. H. G. mit 151 Mitgliedern. (Entsch. d. Reichsger. in Zivils., Bd. 36, S. 601).

lich die Einzelunternehmung, weiter aber auch als die Offene Handelsgesellschaft zu erlangen, und zwar durch die Teilung der Gesellschafter in zwei Gruppen: solche, die persönlich mit ihrem vollen Geschäfts- und Privatvermögen haften (Komplementäre), und solche, die nur mit ihrer Kapitaleinlage, deren Anteile nicht veräußerlich sind, haften (Kommanditsten). Während den Komplementären, deren Zahl meistens klein ist, die Leitung der Unternehmung vorbehalten bleibt, sind die Rechte der Kommanditsten, deren Zahl beliebig groß sein kann, wenigstens im Normalfalle auf eine gewisse Kontrolle beschränkt.

Die juristische Form der Kommanditgesellschaft wird im Hinblick auf die Finanzierung dann gewählt, wenn das Eigenkapital der Komplementäre (deren Zahl ja grundsätzlich nicht zu groß sein darf, da die Person, wie auch bei der Einzelunternehmung und Offenen Handelsgesellschaft, die Hauptrolle spielt) nicht ausreicht.

Die Aufgabe des Kommanditisten besteht also darin, das Eigenkapital zu ergänzen. Hier taucht zum ersten Mal die Frage auf, was den Kommanditisten, dessen Unternehmerfunktion doch immerhin schon stark eingeengt ist, veranlaßt, sein Geld als Unternehmer, der einen Einfluß auf die Geschäftsführung nicht hat, zu riskieren. Das Vertrauen auf die Tüchtigkeit des Komplementärs, der dem Kommanditisten in den meisten Fällen persönlich bekannt sein wird, und im Zusammenhang damit die Erzielung eines Sondergewinnes (H. G. B. § 168 Abs. 2) über die normale Verzinsung hinaus, sind die Beweggründe.

Der Umstand, daß eine Grenze für die Zahl der Kommanditisten rechtlich nicht gesetzt ist, zeigt deutlich, daß die Kommanditgesellschaft hinsichtlich der Eigenfinanzierung gegenüber den bisher besprochenen Gesellschaftsformen, insbesondere gegenüber der O. H. G., mehr Möglichkeiten hat.

Was die Vergrößerung des Eigenkapitals durch die sogenannte Selbstfinanzierung angeht, ist in bezug auf den Komplementär dasselbe, wie von der O. H. G. zu sagen. Die gesetzlichen Vorschriften der O. H. G. gelten ja auch für die Kommanditgesellschaft, sofern nicht Sondernormen aufgestellt sind. Vermehrung des Eigenkapitals der Komplementäre durch Gewinnakkumulation ist also auch bei der Kommanditgesellschaft möglich. Das Kapital der Kommanditisten jedoch bleibt stets konstant. Gewinne werden nicht ihrem Kapitalkonto gutgeschrieben, sondern auf Kontokorrentkonto verbucht. Da die Eigenkapitalbasis auch für die Fremdkapitalbeschaffung von Bedeutung ist, wollen wir auch dieser Seite des Problems schon jetzt einen Augenblick Aufmerksamkeit schenken. Die Möglichkeit der Fremdkapitalbeschaffung ist bei der Kommanditgesellschaft „etwas ungünstiger als die einer gleich großen Offenen Handelsgesellschaft, weil der Kredit des Kommanditisten, auch wenn dieser sehr kapitalkräftig ist, für die Gesellschaft nicht nutzbar gemacht werden kann; es sei denn in der Form

einer besonderen Bürgschaft usw., die aber außerhalb des Gesellschaftsverhältnisses liegt."[1])

Zusammenfassend kann festgehalten werden, daß die Person der Kapitalgeber bei den bisher angeführten Unternehmungen wichtig ist (im Gegensatz zu anderen Unternehmungsformen) und daß die Beschaffung des Eigenkapitals Sache eines oder nur sehr weniger Unternehmer ist, die eng mit der Unternehmung (in der Regel als Leiter) verbunden sind. Lediglich bei der Kommanditgesellschaft finden wir eine Gruppe von Unternehmern, die nicht um ihrer Person willen, sondern nur in ihrer Eigenschaft als Kapitalgeber der Unternehmung angehören. Es ist ferner festzustellen, daß das Eigenkapital bei den bisher behandelten Unternehmungen keine konstante Größe ist, sondern sich, je nachdem, ob Gewinne oder Verluste entstehen, verändert.

Bei den nachstehend geschilderten Unternehmungsformen tritt die Person mehr und mehr in den Hintergrund, das Kapital, das fast immer eine konstante Größe ist, steht im Vordergrund.

5. Gesellschaft mit beschränkter Haftung.

Der schon „bei der Kommanditgesellschaft auftauchende Gedanke der Loslösung der Unternehmung von den Unternehmern findet eine beträchtliche Erweiterung und Fortführung bei der Gesellschaft mit beschränkter Haftung".[2]) Da die Gesellschafter bei der G. m. b. H. meistens nur die Funktion des Kapitalgebers übernehmen und die Leitung einem Geschäftsführer überlassen, sollte man annehmen, daß die Vorbedingungen für die Eigenfinanzierung noch bessere sind als bei der Einzelunternehmung, der stillen Gesellschaft, der O. H. G. und der Kommanditgesellschaft, weil theoretisch der Kreis der Gesellschafter einmal unbeschränkt groß sein kann und weiter persönliche Bindungen nicht zu bestehen brauchen, somit also die Vorstufe der Aktiengesellschaft erreicht ist. Tatsächlich sind aber bei der G. m. b. H. noch „Reste persönlicher Bindung" vorhanden, deshalb ist der Personenkreis in der Regel nicht allzugroß, „eine gewisse Intimität ist noch da, man möchte „unter sich" sein."[3]) Es können ferner durch Gesellschaftsvertrag hinsichtlich der Teilung (zum Zwecke der Veräußerung und Vererbung) und Zerlegung der Stammanteile Erschwerungen vorgesehen sein, die ebenfalls nicht geeignet sind, einen großen Kreis von Gesellschaftern entstehen zu lassen. Um die Personenverbundenheit der Gesellschafter zu erhalten, werden die Anteile nicht börsenmäßig gehandelt, ihre Uebertragung ist durch die Vorschrift der gerichtlichen und notariellen Beurkundung erschwert. Wenn das nicht der Fall wäre, würde die G. m. b. H. sich hinsichtlich der Eigenfinanzierung in keiner Weise von der Aktiengesellschaft unterscheiden. Die Finanzierungsmöglichkeit durch Eigenkapital bei der G. m. b. H. ist noch nicht

[1]) **Rieger**: a. a. O. S. 106.
[2]) **Rieger**: a. a. O. S. 106.
[3]) **Rieger**: a. a. O. S. 107.

unbeschränkt, wenngleich zugegeben werden muß, daß es auch Gesellschaften mit beschränkter Haftung mit verhältnismäßig großem Eigenkapital [1]) und großer Gesellschafterzahl [2]) gibt. [3]) Die G. m. b. H. ist eben keine Unternehmungsform von besonderer Eigenart, „sondern ein Proteus wirtschaftlicher Verbände. Sie vermag alle Gesellschaftsformen zu ersetzen. Sie ist eine Offene Handelsgesellschaft mit beschränkter Haftung, eine Kommanditgesellschaft ohne Komplementär, eine Aktiengesellschaft ohne Aktie, eine Gesellschaft mit einem Gesellschafter." [4])

In diesem Zusammenhang muß noch erwähnt werden, daß die G.m.b.H. durch Gesellschaftsvertrag (G. m. b. H.-Gesetz § 26) die Möglichkeit hat, das Eigenkapital bei Geldbedarf durch Nachschüsse, die von den Gesellschaftern lediglich aus Finanzierungsgründen zu leisten sind, zu erhöhen. Es ist fraglich, ob vom ökonomischen Standpunkt aus die Nachschüsse überhaupt den Charakter von Eigenkapital haben, da sie erstens rückzahlbar sind — „soweit sie nicht zur Deckung eines Verlustes am Stammkapital erforderlich sind" (§ 30 G. m. b. H.-Gesetz) — und zweitens nicht dem Zugriff der Gläubiger unterliegen. Juristisch gesehen, bilden die Nachschüsse einen Teil des Eigenkapitals. „Mit dem Stammkapital bilden die beschlossenen Nachschüsse Kapitalvermögen der Gesellschaft. Auch sie erscheinen in der Bilanz als Passivposten, bilden hier aber, im Gegensatz zum Stammkapital, keine unveränderliche Größe. Sie haben den Zweck, der Verwaltung freiere Hand in dem Finanzierungsgebaren zu verschaffen; im Falle des Bedarfs Kapital heranzuziehen, welches bei eintretendem Ueberfluß ohne umständliches Verfahren wieder abgestoßen werden kann." [5])

Der Zwang zur Leistung von Nachschüssen, der mit einfacher Stimmenmehrheit von den Gesellschaftern herbeigeführt werden kann, bewahrt die Gesellschaft bei vorübergehender Kapitalknappheit

[1]) „Am 30. September 1909 hat es im Deutschen Reich 306 Gesellschaften m. b. H. mit einem nominellen Stammkapital von mehr als 1 bis 2 Millionen Mark gegeben (das sind 1,8 v. H. aller tätigen), 123 mit einem solchen von über 2 bis 5 Millionen Mark (0,7 v. H.), 29 mit über 5 bis 20 (0,2 v. H.), 5 mit über 20 bis 50 (0,7 v. H.), und 1 mit mehr als 50 Millionen Mark." Franz Fränkel: „Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung", Tübingen 1915.

[2]) So bestanden am 1. Juli 1914 in Berlin: die Handelsgesellschaft deutscher Apotheker mit beschränkter Haftung mit 1989 Gesellschaftern. Gleichzeitig 27 Gesellschaften mit mehr als 100 Gesellschaftern.

[3]) Viele Gesellschaften mit hohem Stammkapital haben die Form der G. m. b. H. lediglich aus Gründen, die mit der Finanzierung nicht in Zusammenhang stehen, angenommen. In der Hauptsache handelt es sich um Familienunternehmungen und öffentliche Betriebe (Elektrizitäts-, Wasserwerke usw.).

[4]) Fränkel: „Die G. m. b. H." a. a. O. S. 252

[5]) Erich Brodmann: „Gewerbe- und Industrie-Kommentar, Band I" Gesetz, betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung. Berlin und Leipzig 1924.

— unter der Voraussetzung, daß Fremdkapital nicht zu erlangen ist — vor einer Kapitalerhöhung. Dadurch kann der Unternehmung ein großer Dienst erwiesen werden, da eine Verzinsung der Nachschüsse nur bis zu dem Zeitpunkt, an dem sie wegen der wieder eingetretenen Geldflüssigkeit abgestoßen werden, zu erfolgen braucht.

Die Verpflichtung zur Leistung von Nachschüssen wird in den Gesellschaftsverträgen relativ selten aufgenommen. Das Gesetz läßt nämlich noch andere Wege zur Kapitalbeschaffung durch die Gesellschafter zu, die allerdings umstritten sind. Nach § 3 Abs. 2 G.m.b.H.-Gesetz können den Gesellschaftern außer der Leistung von Kapitaleinlagen noch andere Verpflichtungen gegenüber der Gesellschaft durch Gesellschaftsvertrag auferlegt werden. Brodmann[1]) sagt: „Ob neben der Stammeinlage weitere Kapitaleinlagen bedungen werden können, ist mindestens zweifelhaft. Die herrschende Lehre hat keine Bedenken. Geist und Wortlaut des Gesetzes sprechen dagegen. Dem Gesetze sind alle Beiträge, welche im Beginn gezahlt werden, Stammeinlage, alle späteren Nachschüsse. In beiden Richtungen bestehen bestimmte zwingende Vorschriften, welche offenbar auf alle Kapitaleinlagen angewendet werden sollen. Der Absatz 2 bestimmt zwar nicht, aber setzt in dem, was er bestimmt, voraus, was zulässig sein soll, und stellt alle anderen Verpflichtungen nicht der Stammeinlage, sondern schlechthin „den", also allen Kapitaleinlagen gegenüber. Das widerspricht allerdings der allgemeinen Auffassung." Die G.m.b.H. hat also die Möglichkeit — abgesehen von den oben behandelten Nachschüssen — sich durch die Gesellschafter Kapital — ohne Erhöhung des Stammkapitals —, das dennoch Eigenkapitalcharakter hat, zu beschaffen.

Ein weiteres Mittel zur Beschaffung von Eigenkapital stellt die Ausgabe von Genußscheinen dar. Die Gesellschaft stellt in ihnen ihren Gesellschaftern oder Gläubigern eine Anweisung auf bessere Zeiten aus, um ihre Gemüter in der Gegenwart geneigt zu machen. Sie dienen auch als Mittel, flüssige Gelder ohne Erhöhung des Stammkapitals zu erhalten. In ihnen wird eine (meist bevorzugte) Beteiligung am Reingewinn und regelmäßig auch am Liquidationserlös verbrieft. Selbst ein (eingeschränktes) Stimmrecht kann den Genußscheins-Gläubigern verliehen werden.[2]) [3])

Die auf Grund von Genußscheinen der Unternehmung zufließenden Gelder haben Eigenkapitalcharakter. Die Möglichkeiten der Finanzierung durch Eigenkapital bei einer G.m.b.H. sind somit erschöpft. Es soll lediglich noch auf die sog. Selbstfinanzierung — durch stille bezw. offene Reservierung —, die für alle nachfolgenden Unternehmungsformen grundsätzlich die gleiche Bedeutung hat und im Kapitel V C 2 eingehend behandelt wird, hingewiesen werden.

---

[1]) Brodmann: a. a. O. S. 21.
[2]) (Staub)-Hachenburg Anm. 4 zu § 47.
[3]) F. Fränkel: a. a. O. S. 176 (sinngemäß).

Auf psychologische Gründe und dergleichen, die für die Eigenfinanzierung der G. m. b. H. mit zu berücksichtigen sind, konnte in dieser Arbeit, wie schon erwähnt, nur soweit unbedingt erforderlich und dann auch nur andeutungsweise eingegangen werden. In der einschlägigen Fachliteratur sind hierüber hinreichende Betrachtungen angestellt worden.[1])

Die bei allen bisher behandelten Unternehmungsformen im Zusammenhang mit der Eigenkapitalbasis aufgeworfene Frage des Kredits, also der Fremdkapitalbeschaffung der G. m. b. H., kann nicht als besonders günstig bezeichnet werden. Die milden gesetzlichen Bestimmungen gegenüber Gründern und deren Sacheinlagen und die im Zusammenhang damit gerade in der Nachkriegszeit bekannt gewordenen Mißbräuche halten das Fremdkapital zum Teil von der G. m. b. H. ab.

6. Aktiengesellschaft.

Die Aktiengesellschaft ist „die vollendete Form der Kapitalunternehmung".[2]) Für die Eigenfinanzierung bietet sie eine sichere Grundlage, da bestimmte Personen, mit deren Wohl und Wehe die Unternehmung verknüpft ist, als ihre Träger in der Regel[3]) nicht in Frage kommen. „An die Stelle einzelner physischer Unternehmer tritt gleichsam eine anonyme Gemeinschaft, die Aktionärschaft, die lediglich als finanzieller Träger des Unternehmerkapitals von Bedeutung ist."[4])

---

[1]) F. Fränkel: a. a. O.; Karl Greulich: „Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Gesellschaften mit beschränkter Haftung." Deutsche Wirtschaftszeitung Jg. 3, 1907; M. Fuchs: Ges. m. b. H.; Handwörterbuch der Staatswissenschaften Bd. 4, 3. Aufl. Jena 1909.

[2]) Rieger: a. a. O. S. 109.

[3]) Hoffmann: a. a. O. S. 116. Hoffmann gibt von den Ausnahmeerscheinungen folgende Darstellung: „Die Diskrepanz zwischen wirtschaftlicher und rechtlicher Unternehmungsform tritt im Bereiche der Aktiengesellschaften scharf hervor in der sog. Einmanngesellschaft und in der Familienaktiengesellschaft. Was ist, wirtschaftlich gesehen, die Aktiengesellschaft, deren sämtliche Aktien in einer Hand vereinigt sind, anderes als eine Einzelunternehmung, nur mit der Modifikation, daß der Unternehmer beschränkt haftet? Wenn nun gar der „Aktionär" durch besondere Vereinbarung einzelnen Gesellschaftsgläubigern gegenüber über das Gesellschaftskapital hinaus unbeschränkte Haftung übernimmt? Oder wenn der „Aktionär" de facto unbeschränkt haftet, um sein als Aktiengesellschaft betriebenes Unternehmen, an dem seine Existenz hängt, in der Hand zu behalten? Ist in diesem Fall die wirtschaftliche Unternehmungsform der „Aktiengesellschaft" nicht die gleiche wie die Rechtsform der Einzelunternehmung? Ebenso können bei einer G. m. b. H. die Anteile in einer Hand vereinigt sein. Kann nicht auch bei der Einzelunternehmung die unbeschränkte Haftung des Kaufmanns de facto nur auf dem Papier stehen? In diesen Rahmen der Betrachtung fügt sich auch die Familienaktiengesellschaft ein."

[4]) Rieger: a. a. O. S. 109.

Daraus geht bereits hervor, daß es für die Aktiengesellschaft — sofern sie ordentlich fundiert ist, die Meinung der Fachleute also und im Zusammenhang damit auch das Wohlwollen der weitesten Schichten auf ihrer Seite ist — für die Eigenfinanzierung eine Grenze nach oben nur in der Kapitalkraft des Marktes gibt. Welche Motive den Kapitalgeber nun bewegen, Aktien zu kaufen, interessiert in diesem Zusammenhang in keiner Weise; denn die Aktien haben eigentlich eine zweifache Existenz: einmal die „in der Unternehmung und zum anderen die außerhalb der Unternehmung“[1]). Die Existenz in der Unternehmung, die uns hier nur interessiert, bewegt sich in vorgezeichneten Bahnen. Diese Wege werden endgültig durch die Schaffung der Aktien bestimmt. Der gewollte Zweck ist mit dem Augenblick erreicht, in dem die Aktien untergebracht sind, also die Gegenleistung in der bezweckten Form erbracht ist. Was mit den Aktien dann geschieht, geht uns hier nur mittelbar an; die Aktie beginnt ihre Existenz außerhalb der Unternehmung. Tatsache ist also, daß Aktien gekauft werden. Es entsteht die Frage: welche Aktien dienen der Finanzierung?

Als Hauptträger der Eigenkapital-Beschaffung haben die Stammaktien zu gelten, und zwar solche, die auf den Inhaber lauten. Grundsätzlich müssen derartige Aktien voll eingezahlt sein; falls dies nicht der Fall ist, laufen sie als Namensaktien. Bei den nicht voll eingezahlten Aktien sind wieder solche zu unterscheiden, die einmal voll bezahlt werden, und solche, die dauernd als teilweise einbezahlte Aktien in Verkehr bleiben, wie z. B. die der Versicherungsgesellschaften. Diese letzteren werden genau so wie die Inhaber-Aktien behandelt. Die Namensaktien unterscheiden sich grundsätzlich von den Inhaberaktien nur dadurch, daß sie auf eine bestimmte Person ausgestellt werden, ihre Uebertragbarkeit daher erheblich erschwert ist. Die Namensaktie dient selbstverständlich auch der Finanzierung, aber lange nicht in dem Umfange wie die Inhaberaktie.

Von den Stammaktien, die nur als Instrument der Eigenfinanzierung zu gelten haben, sind solche zu unterscheiden, die sowohl der Eigenfinanzierung wie auch anderen Zwecken dienen. Hier sind die Vorzugsaktien zu nennen. Die Begriffsabgrenzung ist in der Literatur nicht einheitlich. Man ist sich nicht darüber einig, worin ihr „Vorzug“ eigentlich liegt. Im Gegensatz zu Kägi[2]), der das wesentliche Merkmal des Begriffs „Vorzugsaktie“ nur in dem prioritätischen Dividendenrecht sieht, halte ich die Ansicht derjenigen für richtig, die als Vorzugsaktien alle die Aktien bezeichnen, die gegenüber den Stammaktien hinsichtlich Dividenden-, Liquidations- oder Stimmrechten eine bevorzugte Stellung einnehmen. Ich befinde mich

[1]) Theisinger: a. a. O. S. 33.

[2]) Kägi: „Die Prioritätsaktie nach deutschem und schweizerischem Recht“. Aaran 1918. S. 117.

mit dieser Auffassung in Gesellschaft von Heräus[1]), Kalveram[2]), Leitner[3]), Theisinger[4]).

Um die Bedeutung der Vorzugsaktien für die Eigenfinanzierung klar herauszuschälen, sollen nur die charakteristischen Typen der Vorzugsaktie hervorgehoben werden. Es kommt uns hier nicht auf die Unterscheidungsmerkmale der vielfach zu variierenden Vorrechte an, sondern es handelt sich darum, vorwiegend die Merkmale herauszukristallisieren, die den Zusammenhang zwischen Vorzugsaktie und Eigenfinanzierung betreffen.

Bei der Vorzugsaktie sind — wie gesagt — zu unterscheiden

1. das Vorrecht auf Dividende,
2. das Vorrecht auf Liquidationserlös,
3. Gewährung mehrfachen Stimmrechts.

Es besteht auch die Möglichkeit, daß eine Vorzugsaktie alle von den eben aufgezählten Vorrechten in sich vereinigt. Das soll uns aber nicht hindern, die Bedeutung jedes der einzelnen Vorrechte für die Eigenfinanzierung für sich zu schildern.

Bei den Vorzugsaktien mit Vorrecht auf Dividende müssen wir die mit festem und variablem Ertrag auseinanderhalten. Das Merkmal „mit festem Ertrag" bedeutet nach oben limitierte Dividende mit oder ohne Kumulation. „Mit diesem ersten Vorrecht ist stets das Prioritätsrecht im Liquidationsfall, limitiert bis zum Nennwert oder einem besonders festgesetzten Agiorückzahlungskurs, verbunden."[5]) Als Eigenfinanzierungsmittel wird die limitierte Vorzugsaktie von einer Unternehmung dann verwandt, wenn sie sich an solche Kapitalgeber wenden muß, die im Prinzip Obligationenkäufer sind, eine Obligationenausgabe aber wegen niedriger Verzinsung ohne Erfolg bleiben würde. Denn durch den Kauf von limitierten Vorzugsaktien gelangt der Käufer, der vor der Stammaktie mit schwankender Dividende eine gewisse Scheu hat, in den Besitz eines Papieres, das im Hinblick auf die Verzinsung besser als die Obligation gestellt ist. Voraussetzung dabei ist allerdings, daß die Unternehmung einen Gewinn erzielt, der die Auszahlung der kumulativen Vorzugs-Dividende gestattet.

Wenn auch die Verwendung von limitierten Vorzugsaktien als Eigenfinanzierungsmittel mehr eine Erscheinung der Inflation ist (Rathenau machte sie der A. E. G. dienstbar), so wird dieser Effektentyp, ganz abgesehen von seiner Bedeutung als Sanierungsmittel, in

---

[1]) Heräus: a. a. O. S. 43.

[2]) Kalveram: „Vorzugsaktien und Vorzugsobligationen", in „Zeitschrift für das gesamte Aktienrecht", 32. Jahrg. S. 220.

[3]) Leitner: a. a. O. S. 235.

[4]) Theisinger: a. a. O. S. 154.

[5]) Theisinger: „Effekten als Kapitalbeschaffungsmittel der Unternehmung", Stuttgart 1928. S. 154.

Zeiten niedriger Obligationenverzinsung und großer Aktienbegeisterung — und solche Zeiten kehren ja immer wieder — ein brauchbares Mittel zur Beschaffung von Eigenkapital sein.

Die Vorzugsaktie mit variablem Ertrag erhält — abgesehen von sonstigen Vorzügen — über die garantierte Vorzugs-Dividende noch die jeweils zur Verteilung kommende Stammaktien-Dividende, wobei die reine Vorzugsdividende prioritätischen Charakter hat. Auf genaue Feststellung der Reihenfolge der verschiedenen Teil-Dividenden kann hier nicht eingegangen werden.[1]) Für die Vorzugsaktie mit variablem Ertrag als Eigenfinanzierungsmittel gilt zunächst noch mit stärkerer Betonung das, was über die limitierte Vorzugsaktie gesagt wurde. Auch sie wird dann der Eigenfinanzierung zu Hilfe genommen, wenn die Stammaktie und Obligation versagen. Nebenbei bemerkt: die Ursache dazu braucht nicht unbedingt bei der Unternehmung zu liegen; die Verhältnisse am Kapitalmarkt, psychologische Momente verschiedener Art können genau so gut diese Kapitalbeschaffungswege versperrt haben. Als Anreiz kann die Unternehmung durch die Ausgabe von Vorzugsaktien mit varibalem Ertrag nicht nur Dividendenvorzug, sondern auch Bevorrechtung bei der Liquidation bieten. Die größte Bedeutung kommt dieser Vozugsaktie als Eigenfinanzierungsmittel bei Unter-Pari-Kursstand der Stammaktien der Unternehmung zu, insbesondere auch bei der Sanierung.

Die Vorzugsaktien mit Gewährung mehrfachen Stimmrechts dienen in der Regel nicht — jedenfalls nicht primär — der Eigenfinanzierung, da ihre Schaffung immer von Motiven abhängt, die außerhalb des Geldbedarfs liegen. Man kann sich im Gegenteil Fälle denken, wo die Ausgabe bezw. das Vorhandensein von Mehrstimmrechtsaktien hemmend auf die Beschaffung von Eigenkapital wirkt. Das gleiche gilt, wenn auch nicht in so krasser Form, von den sogenannten Schutzaktien[2]), die, wirtschaftlich gesehen, den bereits erwähnten Aktien mit 25 % Einzahlung gleichen.

Der Genußschein spielt für die Eigenfinanzierung, wenn auch nicht oft direkt, so doch indirekt eine Rolle. Es ist schwer, eine eindeutige Definition für den Genußschein zu geben. Es sei daher zunächst zur Analysierung seines Wesens die Reichsgerichtsentscheidung vom 16. November 1927 herangezogen. Danach können im Genußschein Rechte verschiedenster Art verbrieft werden. In dem Falle der Tecklenborg A.-G. sind es drei Rechte: Ein Anteil am Jahresgewinn, ein Anrecht auf die Liquidationsmasse und ein Recht auf Zahlung eines Geldbetrages im Falle der Kündigung. Eine andere Formulierung des Reichsgerichtes in der Entscheidung des Zivilsenats vom 17. Juni

[1]) Vgl. die Dividendenreihen bei Schmalenbach a. a. O. S. 223 ff.

[2]) Der Name „Schutzaktie" deutet nach Hoffmann („Wirtschaftslehre der kaufmännischen Unternehmung", Leipzig 1932, S. 141) den Zweck der Stimmrechtsaktie an.

1901 lautet: „Die Bedeutung eines sogenannten Genußscheines hängt von dem Inhalt der Rechte ab, die beurkundet sind. Dieser Inhalt ist nach Anlaß und Zweck der Ausgabe zu ermitteln". In der Hauptsache wird es fast immer das Recht auf Anteil am Reingewinn sein, das der Genußschein verbrieft. Es erübrigt sich in diesem Zusammenhang, die weiteren mannigfachen Rechte, die mit ihm noch verbunden werden können, aufzuzählen, da sie mit der Finanzierung nicht mehr nachweisbar in Zusammenhang stehen. Daneben gibt es aber auch Genußscheine, die gleichsam als Aktien (mit Stimmrecht) ausgegeben werden, sogenannte Genußaktien. Es ist daher grundsätzlich zu unterscheiden zwischen Genußscheinen, die nicht als selbständige Finanzierungsmittel auftreten, sondern mit einem anderen Finanzierungsmittel in der Regel verknüpft sind, und solchen, die als durchaus selbständiges Finanzierungsmittel (ähnlich der Aktie) Verwendung finden. Die erste Kategorie interessiert in diesem Zusammenhange nicht so stark. Ich möchte derartige Genußscheine ökonomisch als „Zugabe" für die Eigenkapitalgeber bezeichnen. Da diese „Zugabe", die ursprünglich durch irgendwelche primären Finanzierungszwecke bedingt wurde, späterhin von diesen durch Verkauf am Markt oder dergl. völlig losgelöst wird, kann man vielleicht von verkauften Dividenden oder sonstigen Rechten ohne Mantel sprechen. Diese Genußscheine werden naturgemäß immer nur ein Hilfsmittel zur Eigenfinanzierung in Sonderfällen (vor allem bei Sanierungen) sein. Das gleiche wird in der Regel auch von solchen Genußscheinen gelten, die für die Finanzierung aktienähnliche Funktionen haben, aber dem Käufer weniger Rechte einräumen (Verzicht auf Stimmrecht). Denn normalerweise liegt kein Grund vor, die Genußaktie, die kein Stimmrecht gewährt, der Stamm- bezw. Vorzugsaktie vorzuziehen. Die Aufnahme der Genußaktie durch den Markt kann daher nur dadurch erklärt werden, daß sie grundsätzlich an keinen Nennwert gebunden ist und daher der Spekulationslust breiter Schichten Tür und Tor geöffnet wird. Dabei ist zu bemerken, daß, wenn trotzdem der Genußschein mit einem Nominalwert ausgestattet ist, dies mehr internen Charakter hat, da es aus Gründen der Bilanzierung geschehen ist.

Auf die Wandelanleihen bei Aktiengesellschaften, die in gewisser Hinsicht auch Eigenkapital-Charakter haben, braucht an dieser Stelle nicht eingegangen zu werden, da sie bereits bei der Besprechung der Fremdfinanzierung behandelt wurden.

Das Eigenkapital der Aktiengesellschaft ist ebenso wie das der G. m. b. H. im Gegensatz zu dem der Einzelunternehmung, der O.H.G. und der Kommanditgesellschaft konstant. Gerade dieses unveränderliche Stammkapital der Aktiengesellschaft, das nicht durch irgendwelche Manipulationen eines Unternehmers oder einer kleinen Unternehmerclique verändert werden kann, — es sei denn, die General-Versammlung faßt einen entsprechenden Entschluß — begründet mit das Vertrauen zu der Aktiengesellschaft und bildet somit eine wichtige Grundlage für den Kredit, also für die Beschaffung von Fremdkapital.

7. Kommanditgesellschaft auf Aktien.

Die Eigenfinanzierungsmittel der Kommanditgesellschaft auf Aktien gleichen im wesentlichen vollkommen denen der Aktiengesellschaft, was die Kommanditisten anbetrifft, und denen der Kommanditgesellschaft, was die Komplementäre angeht.

In diesem Zusammenhange muß noch besonders hervorgehoben werden, daß das Kapital der Kommanditgesellschaft auf Aktien nicht, wie das der Aktiengesellschaft, konstant ist. Denn die Gewinne der Komplementäre werden ihren Kapitalkonten gutgeschrieben; das Eigenkapital bekommt auf diese Weise einen variablen Charakter, ähnlich dem der bereits behandelten Gesellschaften mit variablem Kapital.

8. Gewerkschaft.

Die Eigenfinanzierung der Gewerkschaft, die die typische Form der Bergbau-Unternehmung ist, wird auf ähnliche Weise wie bei der Aktiengesellschaft besorgt. Anstatt der Aktien werden Kuxe ausgegeben, die den ideellen Anteil am Unternehmen in der Höhe von $^1/_{100}$ bis $^1/_{1000}$ — also ohne einen festen Nennwert — verkörpern. Die Kuxe werden ebenfalls wie die Aktien an einem organisierten Markte gehandelt. Wie hoch die erste Einzahlung sein muß, wird durch die Betriebsseite — also das zunächst für notwendig gehaltene Anlage- und Betriebsvermögen — bestimmt. Da sich nun bei der Ausbeutung eines Bergwerkes das zu investierende Eigenkapital nicht leicht fixieren läßt, sind die Gewerken bei Kapitalbedarf zu Zubußen verpflichtet. Die Pflicht zur Leistung derselben ist unbegrenzt. Ein Nachteil hinsichtlich der Eigenfinanzierung im Vergleich zur Aktiengesellschaft besteht für die Gewerkschaft darin, daß sie bei starkem Bedarf an eigenen Mitteln sich nur an die Gewerken wenden kann, ohne die Möglichkeit zu haben, — wie die Aktiengesellschaft — sich der Hilfe des offenen Kapitalmarktes zu bedienen.

V. Das Problem der Finanzierung.

A. Der wissenschaftliche Stand des Problems.

(Das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital).

Nachdem wir die Kapitalformen der verschiedenen Unternehmungen dargestellt, die verschiedene Möglichkeiten für die Höhe des zu beschaffenden Eigenkapitals aber offen gelassen haben, kommen wir zur Behandlung der Frage: wie hoch muß das Eigenkapital sein? Grundsätzlich besteht natürlich die Möglichkeit, eine Unternehmung nur durch Eigenkapital zu finanzieren. Aber schon kurze Zeit nach der Gründung der Unternehmung würde es sich herausstellen, daß das Fremdkapital sich gewissermaßen in die Unternehmung hineindrängt und auch nicht zurückgestoßen werden kann, wenn nicht ein beträchtlicher Teil des Eigenkapitals für „alle" Fälle schon bei der Gründung reserviert wurde. Die Aufgabe des Eigenkapitals besteht nun aber nicht in erster Linie darin, für unvorhergesehene Fälle, die im kaufmännischen Leben nicht selten sind, zur Verfügung zu stehen, sondern in der Unternehmung rentabel zu arbeiten. Die Behauptung, daß eine Unternehmung auf die Dauer ohne Kredite nicht wirtschaften kann, daß das Fremdkapital sich gewissermaßen in die Unternehmung hineindrängt, soll an zwei Beispielen bewiesen werden:

Wir wollen unterstellen, daß das Eigenkapital einer Unternehmung zu einem Teil im Anlagevermögen aufgeht, ein Teil für den Einkauf von Waren verbraucht wird und ein kleiner Teil als Reserve für Lohnzahlungen usw. in der Kasse bleibt. Sofern der Einkauf neuer Waren aus dem Erlöse der verkauften stattfinden kann, brauchen Schulden nicht gemacht zu werden. Was geschieht aber, wenn ein Kunde nicht so pünktlich, wie erwartet, zahlen kann oder sich eine besonders günstige Einkaufsgelegenheit außer der Zeit — mit einem Ziel von drei Monaten (!) — bietet?

Ein anderer Fall: Welche Bank würde die ihr zufließenden Spareinlagen, die ja Fremdkapital sind, zurückweisen? Wir sehen also daß die finanziellen Verflechtungen der Unternehmungen derart stark sind, daß „eine Finanzierung aus eigenen Mitteln regelmäßig nicht in Frage kommen wird, weil sie dem innersten Wesen unserer Wirtschaft nicht entspricht."[1])

[1]) Rieger: a. a. O. S. 174.

Die Finanzierung einer Unternehmung ausschließlich durch Fremdkapital entspricht dem innersten Wesen unserer Wirtschaft ebenfalls nicht. Schon begrifflich ist die Finanzierung einer Unternehmung nur durch Fremdkapital nicht denkbar, da zu einer Unternehmung ein Unternehmer, also auch Unternehmer-(Eigen-)Kapital gehört. Aber auch Unternehmungen, die fast vorwiegend durch Fremdkapital finanziert sind, können als Ausnahmeerscheinungen betrachtet werden, weil von dem Vorhandensein eines gewissen Eigenkapitals die Hergabe von Geldern auf Kredit in der Regel abhängig gemacht wird. Das ist so auch ganz in der Ordnung, da jede Unternehmung mit Risiko verbunden ist, das in erster Linie das Unternehmer- (Eigen-) Kapital zu tragen hat. Das Eigenkapital hat für das Fremdkapital also die Funktion von Garantie-Kapital. Darin allein erschöpft sich die Bedeutung des Eigenkapitals aber nicht; das Eigenkapital spielt in der Unternehmung — wie wir weiter unten nachzuweisen haben werden — auch deshalb eine bedeutsame Rolle, weil es der Unternehmung auf unbeschränkte Zeit zur Verfügung steht — im Gegensatz zum Fremdkapital — und daher bei der Liquiditätspolitik keine Rolle spielt.

Die Frage nach der Höhe des Eigenkapitals läßt sich nur im Hinblick auf den Bedarf an Gesamtkapital beantworten. Die praktischen Ueberlegungen werden darauf gerichtet sein, zu ermitteln, welches das optimale Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital ist, d. h. bei welcher Zusammensetzung des Kapitals die größte Rentabilität des Eigenkapitals erreicht wird.

Zu welchen Ergebnissen die Literatur über das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital gelangt ist, soll die nachstehende Darstellung der Meinungen von maßgebenden Autoren erhellen.

In der Literatur finden wir Vertreter, die eine „gesetzmäßige Beziehung" zwischen Eigen- und Fremdkapital festgestellt haben.

Inwieweit die aufgestellten Thesen einer kritischen Betrachtung standhalten können, soll im folgenden aufgezeigt werden.

a) „Die natürlich bedingte Grenze" zwischen Eigen- und Fremdkapital nach Schmidt.

Nach Schmidt[1]) ist „der einzig sichere Weg .... Wertgleichheit in der Bilanz zu erzielen", also eine Unternehmung richtig zu

[1]) F. Schmidt: „Die organische Tageswertbilanz". 3. Aufl. Leipzig 1929. S. 119 ff.

finanzieren, „der, alle Realgüter der Aktivseite aus Eigenkapital, alle Geldforderungen und Geldbestände der Aktivseite aber durch Aufnahme von Geldschulden zu beschaffen". (Im Original gesperrt gedruckt.) Was wir nach Schmidt unter „Wertgleichheit in der Bilanz" zu verstehen haben, ist aus S. 119 der „Organischen Bilanz" zu ersehen: „Die Bilanz der Unternehmung zerfällt auf Aktiv- wie Passivseite in marktbedingte und geldwertbedingte Werte, in Realwerte und Geldwerte. Erstere umfassen auf der Aktivseite alle Anlagen einschließlich der Aktien anderer Unternehmungen einerseits und aller Materialien, Fertig- und Halbfabrikate andererseits. Auf der Passivseite ist Realwert im Sinne der Marktbedingtheit das Eigenkapital. Das Merkmal der Realwerte ist, daß sie den Verschiebungen des Preisniveaus folgen; steigt es, so steigen auch die Realwerte, sinkt es, so sinken sie ebenfalls. Im Durchschnitt erfolgt Steigen und Sinken proportional der Geldentwertung, nicht aber für das Einzelgut der Aktivseite. Dafür zu sorgen, daß jeder reale Vermögensteil mindestens dem Durchschnitt entsprechend im Werte steige oder höchstens auf den Durchschnitt sinke, ist vornehmste Aufgabe des Unternehmers". Welche Auswirkungen sich daraus auf Eigen- bezw. Fremdkapital ergeben, ist aus S. 121 zu ersehen. „Bei Steigerung des Preisniveaus ergibt sich Wertzuwachs, der als neues Eigenkapital zu betrachten ist, bei Senkung des Preisniveaus tritt Vermögensverlust ein, der Ueberschuldung bedeutet. Dieser letztere Fall kennzeichnet die Gefahr, welche aus der Verwendung von Fremdkapital zum Erwerb von Realgütern herauswächst. Eine Senkung des Preisniveaus läßt die Schuld in alter Höhe bestehen, mindert aber die Gegenposten der Aktivseite, sodaß die Verschuldung und Zusammenbruch unvermeidlich wird. Andererseits erzielt man bei Wertsteigerung des Preisniveaus den vollen Zuwachs als neues Eigenkapital. Demnach wird der Unternehmer danach streben, bei steigendem Preisniveau mit möglichst viel Fremdkapital zu arbeiten, bei sinkendem dagegen mit möglichst geringem. Wenn er so handelt, spekuliert er zwischen dem Markt des Geldes und der Realwerte." „Aus diesen Zusammenhängen ergibt sich als *oberstes Gesetz der Wertgleichheit, daß dauernd nach Harmonie der Vermögensrechnung in bezug auf Real- und Geldkapital beider Seiten zu streben* ist, wenn die Sicherheit der Unternehmung unter dem Einflusse der Geldwertänderung gewahrt bleiben soll"[1]. „Vieles spricht dafür, anzunehmen, daß eine proportionale Gestaltung der Umsatz- (= Eigenkapital) und der Geldsphäre (= Fremdkapital) möglich sei, wenn wir das Prinzip der Ersatzkosten auf den Ersatzkostenpreis des Tages beziehen, an dem das Realprodukt Geld oder Geldforderung wird, an dem man es verkauft, d. h. wenn man *mit dem Ersatzkostenwert des Tages kalkuliert, an dem die fertigen Erzeugnisse an den Markt übergehen*"[2]. Dies ist das

[1]) Schmidt: a. a. O. S. 122.
[2]) Schmidt: a. a. O. S. 129.

Rezept von Schmidt dafür, wie man vorgehen muß. Im folgenden sollen wir dann noch die natürlich bedingte Grenze zwischen Eigen- und Fremdkapital kennenlernen: „Es scheint nun so, als ob wir hier (die folgenden Zeilen sind gesperrt gedruckt) die natürlich bedingte Grenze zwischen Eigen- und Fremdkapital durch Abstellung der Kalkulation auf den Ersatzwert der Kostenteile des Verkaufstages gefunden haben. Natürlich und deshalb richtig scheint es, weil solche Einstellung am besten jeder Verschiebung des Preisniveaus unter Aufrechterhaltung der relativen Stellung der Unternehmung in der Wirtschaft und der Relation zwischen Eigen- und Fremdkapital gewachsen ist". [1])

Wenn wir die Auffassung von Schmidt kritisieren, müssen wir allerdings die Kenntnis seiner eigentümlichen Anschauung von der Bilanz voraussetzen. Doch dürfte auch schon aus den Zitaten etwa zu ersehen sein, welchen Weg Schmidt gern gehen möchte, der aber allen Einsichtigen versperrt bleiben muß, und zwar aus folgenden Gründen:

Schmidt schwebt bei seinen Erörterungen ständig eine Inflation vor, und unter solchen Aspekten stellt er dann allgemeine Regeln für das Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital auf.

Ganz abgesehen von diesem theoretisch falschen Ausgangspunkt, bleibt auch bei Betrachtung der Details immer noch genug übrig, was dringend der Aufklärung bedarf.

Da die sogenannten Realgüter (wozu Schmidt alle Anlagen einschließlich der Aktien anderer Unternehmungen einerseits und aller Materialien, Fertig- und Halbfabrikate andererseits zählt) durch Eigenkapital finanziert werden sollen, entsteht zunächst die Frage: was geschieht mit dem Eigenkapital einer Aktiengesellschaft, wenn der Bestand an Materialien, Fertig- oder Halbfabrikaten verringert bezw. vergrößert wird, was wohl täglich in jeder Unternehmung vorzukommen pflegt? Soll das Eigenkapital etwa dauernd herauf- bezw. herabgesetzt werden?[2]) Diese Konsequenz zieht Schmidt nicht, und so können wir mit der Behauptung „Realgüter sind durch Eigenkapital zu finanzieren" nicht viel anfangen. Nebenbei muß noch bemerkt werden, daß das deutsche Aktienrecht ein Mindestkapital vorsieht. Die Forderung der Wertgleichheit kann daher auch aus diesem Grunde nicht erfüllt werden. Analog gilt dasselbe auch von Unternehmungen ohne nennenswerte Anlagen, die aber ein gewisses Garantiekapital aufweisen müssen.

[1]) Schmidt: a. a. O. S. 129.

[2]) Auf diesen Widerspruch weist auch Hauck hin: „Bilanz-Theorien", Bühl-Baden 1933.

Schmidt spricht ferner von „der Gefahr, welche aus der Verwendung von Fremdkapital zum Erwerb von Realgütern herauswächst" mit der Begründung, daß eine Senkung des Preisniveaus die Schuld in alter Höhe bestehen läßt, aber die Gegenposten der Aktivseite mindert, sodaß Ueberschuldung und Zusammenbruch unvermeidlich sind. Wohl vermögen wir einzusehen, daß bei Senkung des Preisniveaus Ware nur zu einem niedrigeren Preis als am Anschaffungstermin verkäuflich ist. Was würde das aber an dem Ergebnis ändern, wenn wir diese Ware seinerzeit nicht mit Fremdkapital, sondern mit eigenen Mitteln gekauft hätten? Wäre der Verlust dann etwa nicht entstanden?

Nach Schmidt allerdings nicht, für ihn sind durch die „Wertgleichheit die Geldwertschwankungen in ihrer Wirkung auf die Gewinnrechnung neutralisiert worden.[1]) Das heißt mit anderen Worten: Wenn der Fremdkapitalgeber beispielsweise RM. 1000.— für 100 Stück Fabrikate zur Verfügung gestellt hat, darf er bei eingetretener Wertminderung nicht etwa nur RM. 500.— zurückbekommen, dann er würde dann einen **Verlust** von RM. 500.— zu beklagen haben. Er hat Anspruch auf RM. 1000.— und muß diesen Betrag auch erhalten. Es wird also die Unternehmung einen Verlust von RM. 500.— erleiden. Nach Schmidt hätte dieser Verlust vermeiden werden können, wenn die Fabrikate mit Eigenkapital beschafft worden wären. Ja, die Unternehmung hätte dann trotz des Wertrückganges einen Gewinn von RM. 100.— erzielen können, da zwar nur RM. 500.— erlöst wird, der Wiederbeschaffungspreis aber doch nur RM. 400.— beträgt. Falls nun aber der Aktionär auf Grund dieses so günstigen Ergebnisses seine Aktien zum Verkauf anbieten würde, wäre er sicherlich nicht wenig überrascht, wenn der Gegenwert seiner Papiere in Geld lediglich 40 % der s. Zt. eingezahlten Summe betragen würde. Man wird nun nicht behaupten können, daß es sich bei diesem Beispiel um ein extremes Rechenexempel handelt[2]).

Schmidt macht, wie auch Sandig[3]) nachweist, durch seine Tendenz zum Ausgleich von Aktiv- und Passivkrediten in der Einzelunternehmung bei den Debitoren halt, so daß die besonderen Verhältnisse großer Einzelhandelsbetriebe keine Klärung finden, und darüber hinaus das langfristige Fremdkapital zur Durchbrechung der Theorie führt.

---

[1]) W. Chr. Hauck: „Bilanztheorien". Bühl-Baden 1933, S. 11 (sinngemäß).

[2]) W. Chr. Hauck, ein Verfechter der Schmidt'schen Gedankengänge, glaubt z. B. in einem ähnlich gelagerten Beispiel (auf Seite 19 „Bilanz-Theorien") die Kritik durch die Behauptung ersticken zu können, es handele sich um ein zurechtgelegtes extremes Rechenbeispiel".

[3]) Curt Sandig: „Das Problem des Fremdkapitals". Leipz. 1930. S. 11.

Bei allen diesen Betrachtungen ist dabei noch gar nicht auf Dinge eingegangen worden, die in einem viel engeren Verhältnis zu dem Problem der Höhe von Eigen- und Fremdkapital stehen; wir denken hier nur an die weiter unten behandelten Rentabilitätsfragen, sowie an die Elastizität des Geld- und Kapitalmarktes.

b) Gleichheit des Eigen- und Fremdkapitals nach Gerstner.

Gerstner[2]) steht auf dem Standpunkt, daß die „Grenze nach unten" der Mangel jeglicher fremden Mittel sei; die „Grenze nach oben" etwa die Gleichheit der fremden und der eigenen Mittel. „Je niedriger der Betrag der fremden Mittel im Verhältnis zu den eigenen Mitteln, desto gesicherter ist ein Unternehmen. Die Grenze nach unten ist der Mangel jeglicher fremder Mittel; die Grenze nach oben etwa die Gleichheit der fremden und eigenen Mittel." Innerhalb dieser Grenzen, glaubt Gerstner, halten sich Eigen- und Fremdkapital „in einem gesunden wirtschaftlichen Verhältnis"[1]).

Aus den Ausführungen von Gerstner kann entnommen werden, daß er das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital lediglich unter dem Gesichtswinkel der Liquidität betrachtet. Dazu ist zunächst zu sagen, daß Fremdkapital durchaus nicht als das „gefährliche" Kapital angesehen werden muß, weil es rückzahlbar ist. Wir erinnern hier nur daran, daß es außerordentlich langfristige Obligationen gibt, wie z. B. die schon mehrfach erwähnte Siemens & Halske-Anleihe, die erst nach 1000 Jahren eingelöst zu werden braucht. Solche Obligationen haben vom ökonomischen Standpunkt Eigenkapitalcharakter. Daraus geht hervor, daß eine krasse Trennung von Eigen- und Fremdkapital nur in juristischem Sinne möglich ist.

Abgesehen davon, ist es völlig unverständlich, wie Gerstner von einem „gesunden wirtschaftlichen Verhältnis" bei Gleichheit der eigenen und fremden Kapitalteile sprechen kann, wenn man bedenkt, daß es in der Natur vieler Unternehmungen liegt, nur mit einem ganz unbedeutenden Eigenkapital bezw. fast *nur* mit Eigenkapital zu wirtschaften. Erwähnt seien hier als Beispiel Hypotheken- bezw. Lebensversicherungsbanken. Zugegeben, daß das gleiche Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital oft, wenn auch noch lange nicht bei der Mehrzahl der Unternehmungen vorzufinden ist; daraus kann aber keineswegs ein Prinzip aufgestellt werden.

[1]) Gerstner: „Bilanzanalyse". Berlin und Leipzig 1933. S. 382.
[2]) Gerstner: a. a. O. S. 380.

Schon bei Unternehmungen derselben Art kann das Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital auseinandergehen, nämlich dann, wenn das eine Unternehmen nur gegen bar verkauft, während das andere vorwiegend Kreditverkäufe abschließt; oder wenn das eine Unternehmen in eigenen, das andere in gemieteten Räumen seine Geschäfte abwickelt. Das alles weist aber schon darauf hin, daß das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital nur mit dem Blick auf das Vermögen einer Beurteilung unterzogen werden kann.

Die Zusammensetzung des Vermögens, das auf der Aktivseite der Bilanz in Erscheinung tritt, wird, wie wir weiter unten sehen werden, in hohem Maße das Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital, das auf der Passivseite bilanzmäßig ausgewiesen wird, mitbestimmen.

c) Kurzfristiges Fremdkapital = die Hälfte des Umlaufsvermögens.

In gewisser Hinsicht wird der Versuch, Aktiv- und Passivseite aufeinander abzustimmen, von den Amerikanern unternommen, die wie Schmaltz[1]) und Hoffmann[2]) nachweisen, folgenden Grundsatz aufgestellt haben: kurzfristiges Fremdkapital = die Hälfte des Umsatzvermögens.

„Diese Regel nannte man kurz „2 to 1" rule . . . Die 2:1-Regel wurde im allgemeinen gleichmäßig für alle Geschäftszweige angewandt, ganz ohne Rücksicht auf die wirklichen betrieblichen Zusammenhänge . . . Aber wessen Umlaufsmittel nicht zweimal so hoch waren, wie die kurzfristigen Verbindlichkeiten, der war nicht kreditfähig und erhielt von den Banken keinen Kredit[3])".

Bei diesem Verhältnis ist — ganz abgesehen von Rentabilitätsfragen usw. — in normalen Zeiten wohl in den meisten Fällen die Gewähr gegeben, Ansprüche des kurzfristigen Fremdkapitals sofort befriedigen zu können. Das schließt aber in keiner Weise aus, daß es Fälle gibt, wo das Betriebsvermögen sich auch noch nicht einmal mit 25 % in den Barwert überführen läßt. „Die Verhältnisse können so liegen, daß trotz eines Verhältnisses von beispielsweise 5:1

---

[1]) Schmaltz, K.: „Bilanz- und Betriebsanalyse in Amerika". Stuttgart 1927. S. 89 ff.

[2]) Hoffmann: „Wirtschaftslehre der Unternehmung". Leipz. 1932. S. 74.

[3]) Schmaltz: a. a. O. S. 89.

die Kreditposition einer Firma schwächer ist als die eines Unternehmens, bei dem die Realitionszahl unter 200 % liegt". [1])

Auch hier zeigt sich, wie bereits oben behandelt, das Unsinnige des Rezeptemachens um jeden Preis. Man kann naturgemäß nie von einem Prinzip sprechen, wenn es nicht allgemein verbindlich ist, sich also mit Bestimmtheit auf jeden Fall anwenden läßt.

b) Anlagevermögen = Eigenkapital;

Betriebsvermögen = Fremdkapital.

Häufig wird in der Literatur auch der Standpunkt vertreten, daß das Anlagevermögen gleich dem Eigenkapital und das Betriebsvermögen gleich dem Fremdkapital sein muß. Man hält also die Finanzierung dann für befriedigend, wenn sich nach der Bilanz das Anlagevermögen mit dem Eigenkapital und das Betriebsvermögen mit dem Fremdkapital deckt. Dabei liegt der Gedanke zugrunde, daß Schulden, also das Fremdkapital, stets aus dem Betriebsvermögen müssen befriedigt werden können, damit die Anlagen nie „in Gefahr" geraten.

M. Berliner [2]) schreibt folgendermaßen: „Man darf aber wohl sicher annehmen, daß ein Kaufmann oder eine Gesellschaft vor Zahlungsverlegenheit geschützt ist, wenn die benutzten fremden Gelder nicht größer sind, als die gesamten Betriebsmittel und also die festen Anlagen mit eigenem Gelde, allenfalls unter Zuhilfenahme langfristiger Anleihen, bezahlt worden sind."

Aber auch diese relative Betrachtung von Eigenkapital bezw. Anlagevermögen einerseits und Fremdkapital bezw. Betriebsvermögen andererseits weist — ganz abgesehen von der Beurteilung in bezug auf die Rentabilität und das Risiko — mannigfache Schwächen auf. Zu diesem Rezept kann man wieder nur sagen, daß es keine Allgemeingültigkeit für sich beanspruchen darf, wenn auch im Leben oft zu beobachten ist, daß eine Beziehung zwischen Anlagevermögen und Eigenkapital, sowie Betriebsvermögen und Fremdkapital besteht und die jeweilige quantitative Annäherung in vielen Fällen als solide Finanzierungsbasis angesprochen wird.

Berliner wollte durch Gegenüberstellung von Eigenkapital und Anlagevermögen bezw. Fremdkapital und Betriebsvermögen sicherlich

[1]) Hoffmann: a. a. O. S. 74.

[2]) Berliner, M.: „Buchhaltungs- und Bilanzlehre". 2. Bd., 5. und 6. Auflage, Hannover 1920. S. 300.

nur Liquiditäts-Gesichtspunkte in den Vordergrund stellen, denn von einer „sicheren" Finanzierungsgrundlage kann natürlich keine Rede sein. Es darf nämlich nicht vergessen werden, daß eine Unternehmung, die ihr Betriebsvermögen zur Befriedigung der Schulden (Fremdkapital) verwandt hat, nicht mehr lebensfähig ist, wenngleich auch das Anlagevermögen erhalten wurde.

Womit will z. B. ein Warenhaus Umsätze erzielen, wenn der wichtigste Teil des Betriebsvermögens, die Waren, zur Deckung wichtiger Schulden verkauft wurden? Welchen Zweck hatte es in diesem Falle, wenn das Anlagevermögen (Gebäude usw.) erhalten blieb?

Zum mindesten müßte der Begriff „Anlagevermögen" noch insofern erweitert werden, als man die sogenannten „eisernen Bestände" als Anlagen ansehen darf. Dann bliebe wenigstens nach Veräußerung des Betriebsvermögens (also ausschließlich der „eisernen Bestände") ein lebensfähiges Gerippe, also ein Betrieb, der intakt ist und daher — wenn auch eingeschränkt — aufrechterhalten werden kann.

Etwa denselben Standpunkt wie Berliner nimmt auch Meithner ein, der in „Bilanzen der Unternehmungen"[1]) folgendes ausführt: „Die allgemeine Regel verlangt die annähernd gleiche Höhe zwischen Umlaufsvermögen und kurzfristigen Verpflichtungen, da letztere aus diesem zu decken sind."

Meithner, der langfristiges Kapital als „Ersatz für Eigenkapital"[2]) ansieht, das „wie dieses in erster Linie Anlagezwecken"[3]) dienen soll, räumt dem langfristigen Fremdkapital nur eine etwas größere Bedeutung als Berliner ein; Meithner ist der Ansicht, daß Eigenkapital und langfristiges Fremdkapital „in erster Linie" „Anlagezwecken" dienen sollen, während nach Berliner Anlagen durch Eigenkapital „allenfalls unter Zuhilfenahme langfristiger Anleihen"[4]) finanziert werden können.

e) Eigen- und Fremdkapital unter dem Gesichtspunkt der Rentabilität und der Liquidität.

Während bei den bisher zitierten Autoren hinsichtlich des Verhältnisses zwischen Eigen- und Fremdkapital eigentlich nur der Li-

[1]) Karl Meithner: „Die Bilanzen der Unternehmungen", (Kapital in der Bilanz). Berlin-Wien 1933. 1. Bd. S. 178.
[2]) Karl Meithner: a. a. O. S. 176.
[3]) Karl Meithner: a. a. O. S. 176.
[4]) M. Berliner: a. a. O. S. 300.

quiditätsgedanke im Vordergrund stand, wird von Seidel [1]) und Sandig [2]) (die allerdings nur die Höhe des Fremdkapitals untersuchen, was aber auch mittelbar einen Rückschluß auf das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital zuläßt) der Gesichtspunkt der Rentabilität und Sicherheit hineingetragen. Genau genommen handelt es sich nur um den einen Gesichtspunkt „Rentabilität", da „Sicherheit" in diesem Zusammenhang nur als der Ausdruck für Liquidität — wie wir weiter unten sehen werden — gebraucht wird.

Seidel schreibt: „Auf zwei Umstände allein kommt es an: Auf die Sicherheit des Unternehmens und auf die Rentabilität auch des fremden Kapitals". [3]) Auch Sandig sagt in Anlehnung an Seidel: „Für uns steht fest, daß für die Frage nach der wirtschaftlichen Verwertung des fremden Kapitals zwei Gesichtspunkte ins Gewicht fallen, die Rentabilität und die Sicherheit des Betriebes . . ." [4]).

Diese beiden Autoren sehen zwar eine andere Seite, aber noch lange nicht alle Seiten.

Da Sandig und Seidel den Gedanken der Sicherheit, also den der Liquidität der Unternehmung, hier mit Recht berücksichtigen, muß zunächst ihre Behauptung, „daß Kreditnehmen und Kreditgeben in der Einzelwirtschaft ohne inneren Zusammenhang sind", befremden. Für den Ausdruck „inneren Zusammenhang" [5]) zwischen Kreditnehmen und Kreditgeben gibt Sandig eine Erklärung. Er versteht darunter die „Notwendigkeit, Kredit insgesamt nur in der Höhe zu geben, als man selber Kredit nehmen kann, oder aber die Aufnahme von Fremdkapital in Höhe des Umfanges der Forderungen zu begrenzen" [6]).

Seidel und Sandig wenden sich zweifellos gegen die „Gleichheitssätze" von Prinzhorn [7]), die lauten: „Warenlager, wenn nötig, aber auch höchstens, gleich Handelskapital" — „Genommener Kredit, wenn nötig, aber auch höchstens, gleich gegebenem Kredit".

Diese von Prinzhorn aufgestellten Gleichheitssätze sollen ausdrücken, daß der Kaufmann nur soviel Kredit geben soll, als er nehmen kann; er stellt also den Kreditoren die Debitoren gegenüber und steht auf dem Standpunkt, daß aus dem gegebenen Kredit der genommene Kredit abgedeckt werden muß, da „mit den Zahlungen der Schuldner aber bestimmt gerechnet werden kann" [8]). Der Kredit soll

[1]) Seidel, K.: „Das fremde Kapital im Unternehmen", in „Zeitschrift für Betriebswirtschaft", 1. Jahrg. 1924, S. 221 ff.
[2]) Sandig, C.: „Das Problem des Fremdkapitals", Leipzig 1930.
[3]) Seidel: a. a. O. S. 27.
[4]) Sandig: a. a. O. S. 16.
[5]) Sandig: a. a. O. S. 15.
[6]) Sandig: a. a. O. S. 15.
[7]) Prinzhorn: „Ueber die finanzielle Führung kaufmännischer Geschäfte und Unternehmungen". Berlin 1902. S. 17.
[8]) Prinzhorn: a. a. O. S. 17.

also mit denselben Fristen gegeben werden, die der Unternehmung selbst bewilligt worden sind. Er bezeichnet das Kreditgeben auf Grund des Warenlagers als unzulässig, da niemand weiß, wann die Ware verkauft wird. Das Warenlager ist daher durch das Handelskapital [1]) zu finanzieren.

Prinzhorn hat bei Aufstellung seiner Gleichheitssätze vornehmlich an Handelsunternehmungen gedacht, da gegebener und genommener Kredit sich z. B. in Industrieunternehmungen nicht ausgleichen können. Die Debitoren, die Gegenwert für fertige Erzeugnisse, die sich aus Roh- und Hilfsstoffen, Löhnen und sonstigen Aufwendungen zusammensetzen, darstellen, werden stets höher als die Kreditoren sein müssen, da in diesen nur der Gegenwert von Roh- und Hilfsstoffen steckt. Prinzhorn hat sich ferner nicht darüber geäußert, was geschehen soll, wenn nur Barverkauf stattfindet, also Debitoren nicht entstehen. Es ist durchaus denkbar, daß trotz des Barverkaufs Kredite über den Rahmen des Handelskapitals hinaus, insbesondere bei Einkäufen zu der Saison benötigt werden.

Der Ausgleich von Aktiv- und Passivkrediten, den Prinzhorn anstrebt, liegt — wie wir bereits nachgewiesen haben — auch Schmidt am Herzen, um „Wertgleichheit" in der Bilanz zu erzielen. Unsere in diesem Zusammenhang gemachten Einwendungen, die sich auf den Ausgleich von Aktiv- und Passivkrediten beziehen, haben auch an dieser Stelle Gültigkeit.

Es ist zweifellos richtig, wenn Seidel und Sandig behaupten, daß eine allgemeine wirtschaftliche „Notwendigkeit, Kredit insgesamt nur in der Höhe zu geben, als man selber Kredit nehmen kann", nicht vorliegt; aber deshalb darf nicht der „innere Zusammenhang" zwischen Kreditnehmen und Kreditgeben rundweg geleugnet werden, wie Seidel und Sandig es tun wollen.

Nicklisch [2]) steht ebenfalls auf dem Standpunkt, daß die Gleichheitssätze von Prinzhorn nicht grundsätzlich abgelehnt werden können. „Den Ablehnungen der Prinzhornschen Sätze gegenüber ist darauf hinzuweisen, daß Beziehungen zwischen dem Kreditkapital und dem Vermögen, die die Rückzahlung sichern, auch nach Ansicht der Gegner bestehen. Fraglich erscheint nur, wo auf der Seite des Vermögens die Grenzen verlaufen, innerhalb deren die Deckung zu suchen ist: ob nur in den Debitoren, oder in den marktreifen und marktnahen Gütern." Tatsache ist jedenfalls, daß Unternehmungen existieren, — wir denken dabei vornehmlich an reine Handelsunternehmungen —, bei denen das Kreditnehmen und Kreditgeben sogar in recht engem

[1]) Prinzhorn: a. a. O. S. 15. (Unter Handelskapital versteht Prinzhorn die „Summe aller dauernd, mindestens aber noch für 6 Monate freiverfügbaren Mittel", über die die Geschäftsleitung also unbeschränkt verfügen kann.)

[2]) Nicklisch: a. a. O. S. 472.

Konnex steht. Nach der Darstellung von Seidel und Sandig sind nur zwei Gesichtspunkte für Gestaltung des Verhältnisses zwischen Eigen- und Fremdkapital zu beachten: die Rentabilität und die Sicherheit, wobei Sicherheit in diesem Zusammenhang ja wieder nichts anderes als Liquidität zu bedeuten hat, wie aus dem nachfolgenden Satz zu ersehen ist: „Bei dauerndem Uebergewicht der Menge marktnahen Eignungswertes über die Menge des Fremdkapitals, bei Wertdeckung also, ist ein Zustand relativer Sicherheit erreicht. Wirkungen gegen die Unternehmung bleiben unterdrückt. Die für die gesuchte Grenze erforderliche relative Sicherheit des Betriebes ist damit erreicht. Die Vorsorge für relativ größte Sicherheit läßt aber nicht erkennen, ob in der Unternehmung zugleich auch in Richtung auf relativ größte Rentabilität gearbeitet wird.[1])"

Unter marktnahem Eignungswert versteht Sandig fast das ganze Betriebsvermögen, nämlich die Werte, die sich in verhältnismäßig geringem Abstand vom Markt befinden. Damit behauptet Sandig aber nichts anderes, als das Eigenkapital zur Finanzierung der Anlagen und der Werte verwendet werden soll, die noch relativ weit vom Markt, also von der Geldwerdung, entfernt sind, während die marktnahen Vermögensbestandteile durch Fremdkapital finanziert werden können. Sandig befindet sich mit dieser Auffassung etwa zwischen der amerikanischen Ansicht, nach der kurzfristiges Fremdkapital gleich der Hälfte des Umlaufsvermögens sein soll, und der These, die die Finanzierung des Anlagevermögens durch Eigenkapital und die des Betriebsvermögens durch Fremdkapital verlangt.

In Verbindung mit dem Sicherheits- alias Liquiditätsgedanken liegt Sandig aber auch die Betrachtung der Höhe des Fremdkapitals unter dem Gesichtspunkt der Rentabilität am Herzen. „Der Weg zur Rentabilität . . . geht über wirtschaftliche Arbeit des Vermögens. Die Beantwortung der Frage nach wirtschaftlicher Verwertung des Fremdkapitals darf darum den Vermögenswert nicht außer Betracht lassen."[2])

Zunächst wollen wir vorausschicken, daß „Wirtschaftlichkeit" hier stets im Sinne von Rentabilität gebraucht wird. Wir wollen daher in der folgenden Auseinandersetzung dieses Wort auch vorziehen.

Sandig will also zur Beantwortung der Frage nach rentabler Verwendung des Fremdkapitals vorerst das Vermögen einer Betrachtung unterziehen. Nun darf aber nicht vergessen werden, daß im Vermögen auch stets der Gegenwert des Eigenkapitals steckt. Es entsteht daher die Frage, ob eine spezielle Untersuchung des Fremdkapitals überhaupt möglich ist, da im Vermögen doch Eigen- und

[1]) Sandig: a. a. O. S. 89.

[2]) Sandig: a. a. O. S. 18. (Wir zitieren jetzt nur noch Sandig, da er das Thema eingehender als Seidel, an den er sich anlehnt, behandelt.)

Fremdkapital vereinigt sind. Wenn aber die Rentabilität des Fremdkapitals mit Hilfe des Vermögens untersucht werden soll, wäre Voraussetzung, daß bestimmte Vermögensgegenstände durch Fremdkapital finanziert worden wären. Sandig schwebt anscheinend eine zwar häufig zu beobachtende aber noch lange nicht richtige Auffassung vor, daß Anlagen durch Eigenkapital, Betriebsvermögen durch Fremdkapital finanziert werden.

Nun wird aber niemand behaupten wollen, daß das Betriebsvermögen und das Anlagevermögen in der Unternehmung selbständig für sich arbeiten. Nur das Gesamtvermögen kann deshalb meines Erachtens einer Kritik hinsichtlich rentabler Verwendung unterzogen werden. Daraus geht gleichzeitig hervor, daß man zwar von der Rentabilität des Gesamtkapitals — die Unternehmung interessiert praktisch nur die Rentabilität des Eigenkapitals — sprechen kann, eine getrennte Untersuchung von Eigen- und Fremdkapital unter Rentabilitätsgesichtspunkten aber nicht möglich ist.

Wie Sandig lediglich bei Betrachtung des Fremdkapitals mit dem Blick auf die Vermögensseite der Bilanz zum Ziel kommen will, bleibt unverständlich.

Die Bestimmung der Höhe des Eigen- und Fremdkapitals durch Rentabilitätserwägungen wird nur durch Schätzung auf dem Umwege über die voraussichtlich rentable Arbeit des gesamten Kapitals möglich sein, wobei der geschätzte Gewinn zum Eigenkapital in Beziehung gesetzt wird, um die voraussichtliche Rentabilität zu berechnen.

Die Schätzungen, bis zu welcher Grenze rentable Verwertung des Kapitals gewährleistet ist, müssen wieder im Zusammenhang mit den Liquiditäts-Erwägungen erfolgen.

So wichtig für die Bestimmung des Verhältnisses zwischen Eigen- und Fremdkapital Liquiditäts- und Rentabilitätserwägungen auch sein mögen, sie allein sind nicht ausschlaggebend für die praktische Gestaltung des Verhältnisses zwischen Eigen- und Fremdkapital. Man kann nämlich nicht das errechnete Kapital zu vorgeschriebenen Preisen einfach „bestellen".

Der Markt bezw. solche Institutionen (oder auch Einzelpersonen), über die nur Aufnahme von Eigen- und Fremdkapital möglich ist, haben ein entscheidendes Wort mitzusprechen. An dieser Stelle sollte zunächst nur angedeutet werden, daß nicht die Unternehmung von sich aus das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital einseitig bestimmen kann, wenngleich das auch ein idealer Zustand wäre. Wir brauchen nur an das, was in einem früheren Kapitel über die Wandelanleihen gesagt wurde, zu denken, dann werden wir uns erinnern, mit welchem Raffinement vorgegangen wird, wenn die normalen Finanzierungsmethoden versagen.

B. Betrachtung der Finanzierungsmöglichkeiten in der Statik. (Grundlegung für die wissenschaftliche Untersuchung des Problems.)

Die angestellten Untersuchungen über das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital haben ergeben, daß eine Lösung des Finanzierungsproblems von der Beschaffungsseite des Kapitals her, also durch Betrachtungen in der Vertikalen, nicht möglich ist; unser Blick wurde bereits auf die Aktivseite der Bilanz gelenkt. Denn das Problem der Finanzierung liegt für die Unternehmung darin, eine Uebereinstimmung der beiderseitigen Rhythmen herbeizuführen, d. h. das Kapital für die einzelnen Werte muß der Unternehmung jeweils solange zur Verfügung stehen, als der Betrieb es braucht, als der geldliche Reproduktionsprozeß dauert. Es ist mithin für die Art der Finanzierung die Betriebsseite maßgebend.[1])

Um ein klares Bild der Beziehungen zwischen Kapital und Vermögen zeichnen zu können, sollen alle Störungen, die sich bei der Kapitalbeschaffung wie auch bei der Kapitalverwendung durch Rentabilitätserwägungen ergeben können, ausgeschaltet werden. Es soll ferner unterstellt werden, daß der Rhythmus der Betriebswerte gleichmäßig verläuft.

Unter dieser Voraussetzung liegt das Problem der Finanzierung relativ unkompliziert, da lediglich eine Betrachtung der Finanzierungsmöglichkeiten in der Statik erfolgt.

Bei einer idealisierten Unternehmung mit statischem Charakter ist das aufzubringende Kapital nur den einzelnen, verschieden rhythmisierten Abteilungen anzupassen, so daß ein harmonisches Verhältnis entsteht.

Die Finanzierung kann grundsätzlich durch Eigenkapital erfolgen. Diese Möglichkeit besteht aber, wie bereits ausgeführt, nur in seltenen Fällen, „weil sie dem innersten Wesen unserer Wirtschaft nicht entspricht".[2]) Das Eigenkapital ist auf die verschiedenen Rhythmen im Betrieb von vornherein eingestellt, weil es für unbeschränkte Zeit zur Verfügung steht. Wir haben es mit sogenanntem bewährten Kapital zu tun, oder noch anders ausgedrückt: das Interesse des Eigenkapitals ist gebunden. (Wenn wir von „Interesse des Kapitals" sprechen, meinen wir natürlich: das Interesse des Geldgebers ist gebunden. Der Einfachheit wegen wollen wir aber stets von „Interesse des Kapitals" sprechen, da die Personen, die hinter dem Kapital stehen, uns in diesem Zusammenhang nicht interessieren.)

[1]) Rieger: a. a. O. S. 176 (sinngemäß).
[2]) Rieger: a. a. O. S. 174.

Da die Möglichkeit zur Finanzierung durch Eigenkapital nur in seltenen Fällen besteht, soll durch ein typisiertes Beispiel aufgezeigt werden, welche weiteren Möglichkeiten der Finanzierung bei Berücksichtigung der verschiedenen Betriebsrhythmen gegeben sind.[1])

Bei dieser statischen Betrachtung unterstellen wir also ein völlig harmonisches Verhältnis hinsichtlich der Betriebsrhythmen, so daß das Problem der Finanzierung nur im Zeitlichen zu suchen ist. Unter diesen Voraussetzungen ist die Lösung des Finanzierungsproblems gegeben durch Beantwortung der Frage: Wie passe ich die Kapital-Rhythmen an die Betriebs-Rhythmen an?

Für Anlagen (Grundstücke, Gebäude, Maschinen usw.) wird in der Regel Eigenkapital in Frage kommen, das von vornherein — wie bereits erwähnt — für unbeschränkte Zeit zur Verfügung steht. Allerdings ist auch Finanzierung der Anlagen — jedenfalls eines Teiles — durch Fremdkapital möglich, sofern der Rückzahlungs-Termin entsprechend lange Zeit hinausgeschoben ist. Ja selbst die Finanzierung der gesamten Anlagen durch Fremdkapital, das auf unbeschränkte Zeit gebunden ist — was allerdings nur in ganz seltenen Fällen (z. B. Siemens-Anleihe) vorkommt —, wäre wohl denkbar.

Für die sogenannten Betriebsausgaben (Materialien, Rohstoffe, Löhne, Unkosten usw.) ist die Finanzierung durch Fremdkapital[2]) durchaus möglich und auch üblich. Dabei muß das Haupt-Augenmerk auf Harmonie, d. h. auf Angleichung der Kapital-Rhythmen an die Betriebs-Rhythmen gelenkt werden. In unserem Falle haben wir durch die Annahme, daß der Rhythmus störungslos, also ohne jede Betriebsstockung verläuft, kein Problem zu lösen. Die Finanzierung der Materialien, Roh- bezw. Hilfsstoffe kann durch Lieferanten-Kredite erfolgen, sofern die Dauer des Produktionsprozesses den Kreditfristen entspricht und selbstverständlich die Produkte sofort gegen bar abgesetzt werden können. Wo das nicht der Fall ist, kann Ablösung des Lieferanten-Kredits durch Bank-Kredit bis zur Geldwerdung des Produkts erfolgen, sofern nicht — wie schon erwähnt — Eigenkapital bezw. langfristiges Fremdkapital zur Verfügung steht.

Möglich ist aber auch der Fall, daß der Fabrikationsprozeß eher beendet ist als die Kreditfrist für Materialien, Rohstoffe usw. In diesem Falle kann der Lieferantenkredit zur Finanzierung der Debitoren — jedenfalls eines Teiles — herangezogen werden, ja, beim Handel, der die vom Lieferanten bezogenen Waren gegen Barzahlung verkauft hat, sogar zur Finanzierung der Gehälter, Löhne oder

---

[1]) Die allgemeinen Finanzierungsmöglichkeiten sind bereits im Kapitel II zur Darstellung gelangt.

[2]) Da selbstverständlich die Finanzierung sämtlicher Vermögensteile durch Eigenkapital in Frage kommen kann, haben wir davon abgesehen, bei jeder Position auf das Eigenkapital besonders hinzuweisen.

Unkosten (ganz abgesehen von der auch hier üblichen Debitoren-Finanzierung).

In Industrie-Unternehmungen werden die Debitoren zum Teil auch durch Kreditoren, vorwiegend aber durch Bankkredit finanziert, desgleichen Löhne und Unkosten.

C. Untersuchung der Finanzierungsmöglichkeiten in der Dynamik.

Die Probleme der Finanzierung, „die bei allen Unternehmungen übereinstimmende Züge tragen, besonders in den entscheidenden Punkten“ [1]), sind in einer Unternehmung mit dynamischem Charakter ganz anders gelagert.

Um die Teilnahme der verschiedenen Kapitalanteile an der Dynamik des Betriebslebens charakterisieren zu können, müssen wir jetzt Rentabilitätsfragen einschalten und im Zusammenhang damit natürliche Schwankungen im Rhythmus und darüber hinaus auch Störungen mit in Betracht ziehen.

Während das Problem der Finanzierung in einer Unternehmung mit statischem Charakter nur durch entsprechende zeitliche Bindung des Kapitals gelöst werden konnte, liegt der Fall in einer Unternehmung mit dynamischem Charakter schwieriger, die Problemstellung ist etwa folgende:

Welche Maßnahmen für die Heranziehung von Kapital sind bei Berücksichtigung größtmöglicher Liquidität und Rentabilität zu treffen, um den natürlichen Schwankungen im Betriebsrhythmus und darüber hinaus auch Störungen begegnen zu können. Die Antwort darauf kann etwa lauten:

Bindung des Kapitals nach der Zeit unter besonderer Berücksichtigung der Marktnähe der Betriebswerte und möglichst weitgehende Bindung des Interesses des von Natur aus uninteressierten Fremdkapitals an das Wohlergehen der Unternehmung unter Wahrung des Rentabilitätsstandpunktes.

1. Eigenfinanzierung.

Der erste Teil der aufgestellten Forderungen, „Bindung des Kapitals nach der Zeit“ ist — wie wir bei der vorigen Betrachtung bereits ausgeführt haben — durch Finanzierung der Betriebswerte nur durch Eigenkapital in einer idealisierten Unternehmung, die mit Störungen nicht zu rechnen braucht, erfüllt. Wir müssen aber mit Störungen rechnen, da der Kapital- und Betriebs-Rhythmus nicht

[1]) Rieger: a. a. O. S. 83 (sinngemäß).

immer übereinstimmen. Jetzt zeigt es sich, daß bei einer mit Eigenkapital finanzierten Unternehmung nur die horizontale Liquidität gesichert ist, d. h., die Unternehmung ist gefeit gegen Kapitalansprüche. Trotzdem kann eine mangelhafte vertikale Liquidität der Unternehmung die Aktionsfähigkeit hemmen, nämlich in dem Augenblick, in dem die Geldwerdung von Vermögenswerten nicht programmäßig eintritt. An einem Beispiel soll diese Behauptung veranschaulicht werden:

Bilanz

Gebäude	50.—	Eigenkapital	100.—
Maschinen	20.—		
Halbfabrikate	10.—		
Fertigfabrikate . . .	10.—		
Debitoren	10.—		
	100.—		100.—

Aus dieser Bilanz geht hervor, daß den Vermögenswerten von der Kapitalseite her keine Gefahr droht, da es einen Termin für die Rückzahlung des Eigenkapitals nicht gibt. Die geringsten Ansprüche zur Befriedigung von Lohnforderungen beispielsweise können aber nicht mehr befriedigt werden, weil — wie wir unterstellen wollen — eine Störung aufgetreten ist: die Warenschuldner können ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen. Es geht also das für Lohnzahlungen erwartete Geld nicht ein.

Zur Herstellung der vertikalen Liquidität können zwei Wege bechritten werden:

1.) Erhöhung des Eigenkapitals,

2.) Beschaffung von Fremdkapital.

Wir wollen hier nur die erste Möglichkeit, „Erhöhung des Eigenkapitals" untersuchen, da mit der Beschaffung von Fremdkapital gleichzeitig auch das horizontale Liquiditätsproblem auftaucht, worauf wir noch in dem Kapitel V. C. 3 „Fremdfinanzierung" zurückkommen werden.

Der Erhöhung des Eigenkapitals könnten wir ohne Bedenken zustimmen, wenn wir jetzt nicht gehalten wären, Rentabilitätserwägungen einzuschalten. Aus der Erkenntnis heraus, daß im vorliegenden Beispiel nur eine Störung zu überbrücken ist, kann eine Erhöhung des Eigenkapitals aus Rentabilitätsgründen nicht in Frage kommen, weil eine Verzinsung des Eigenkapitals, das nach Beseitigung der Störung nicht mehr gebraucht wird, auf die Dauer erfolgen muß.

Die Beschaffung von kurzfristigem Fremdkapital — selbst unter ungünstigsten Bedingungen — wird, wie wir noch sehen werden, vom Rentabilitätsstandpunkt aus der einzig mögliche Weg sein.

Auch aus diesen Ausführungen geht — wie bereits in Kapitel V. A. ausgeführt wurde — hervor, daß „eine Finanzierung aus eigenen Mitteln regelmäßig nicht in Frage kommen wird".[1])

2. Die sogenannte Selbstfinanzierung.

Wir haben im Kapitel V. A. angedeutet, daß das Eigenkapital für das Fremdkapital die Funktion von Garantiekapital hat. Für das Eigenkapital besteht ebenfalls die Möglichkeit, sich im Laufe der Jahre ein sogenanntes Garantiekapital zu schaffen, und zwar in Form von offenen und stillen Reserven. Diese Ansammlung von Reserven gehört dem Komplex der sogenannten Selbstfinanzierung an. Die Literatur hat sich gerade in der neuesten Zeit besonders eingehend mit diesem Problem beschäftigt. Auch für uns ist es in diesem Zusammenhang außerordentlich wertvoll, durch eine eingehende Untersuchung festzustellen, welche Bewandtnis es mit dieser Art der Finanzierung eigentlich hat.

Die Wirtschafts-Praxis versteht unter der sogenannten Selbstfinanzierung die Ansammlung von Gewinnen durch Bildung offener oder stiller Reserven (gemeint sind Unternehmungs-Reserven).

Prion[2]) gibt für diese aus der Wirtschafts-Praxis stammende Bezeichnung „Selbstfinanzierung" eine Definition, die folgendermaßen lautet: „Unter Selbstfinanzierung in diesem Sinne[3]) ist zu verstehen: die Finanzierung der Betriebe aus eigener Kraft, aus selbstgewonnenem Kapital, aus dem, was sich der Betrieb selbst erwirtschaftet hat, was nicht von außen her in den Betrieb hineinkommt. Dieses selbsterwirtschaftete Kapital nennen wir in einem Betriebe Ueberschuß oder Ertrag oder Gewinn. Selbstfinanzierung heißt also:

---

[1]) Rieger: a. a. O. S. 174.

[2]) Prion: „Selbstfinanzierung der Unternehmungen." Berlin 1931. S. 2.

[3]) Prion unterscheidet eine Selbstfinanzierung der Wirtschaft, der Volkswirtschaft und der Einzelwirtschaft. Nach seiner Auslegung sind höhere Debitoren, vermehrter Wechselumlauf der Ausdruck für die steigende Selbstfinanzierung der „Wirtschaft", wenn nicht gleichzeitig mehr Kredit von den Banken verlangt, oder größere Beträge an Wechseln diskontiert werden. Finanzierung der Volkswirtschaft aus sich selbst heraus, aus eigener Kapitalbildung, ohne Hilfe einer anderen Volkswirtschaft — also des Auslandes —, ist nach Prion Selbstfinanzierung der Volkswirtschaft. Gemeint ist mit den Worten „in diesem Sinne" Selbstfinanzierung der Einzelwirtschaft.

Kapitalbeschaffung aus eigenen Ueberschüssen, heißt *Finanzierung aus dem Gewinn.*"

Daß das Wort „Selbstfinanzierung" in der Praxis vorkommt, ist eine Tatsache. Wir werden uns daher noch mit den Vorgängen, die zu dieser Bezeichnung geführt haben, beschäftigen müssen.

Ob der Begriff „Selbstfinanzierung" sich vom wissenschaftlichen Standpunkt aber rechtfertigen läßt, soll untersucht werden.

In dieser Arbeit haben wir als Finanzierung im engeren Sinne die Beschaffung von Eigen- und Fremdkapital bezeichnet. Danach scheint es, daß wir die sogenannte Selbstfinanzierung außer acht gelassen haben. Wenn wir zunächst das Profixum „Eigen" und „Selbst" gegenüberstellen, so wird man bei oberflächlicher Betrachtung eigentlich gar keinen Unterschied herausfinden. In der Tat werden beide Begriffe nach Prion[1]) vielfach für dieselbe Erscheinung gebraucht. Wenn wir uns aber vor Augen führen, daß wir das durch Eigenfinanzierung beschaffte Kapital dem Eigenkapital zuordnen, so müßte logischerweise das Kapital, das wir durch „Selbstfinanzierung" gewonnen haben, als „Selbstkapital" in der Bilanz ausgewiesen werden. Daraus ist der Schluß zu ziehen, daß die Unternehmung zugleich Subjekt- und Objekt-Charakter besitzen müßte, was aber nicht gut möglich ist[2]), da Träger einer Unternehmung die Unternehmer sind.

Wenn wir der Entstehung der Mittel, die für die „Selbstfinanzierung" in Anspruch genommen werden, nachgehen, werden wir klar erkennen können, daß die sogenannte Selbstfinanzierung nichts anderes ist als die Beschaffung von Eigenkapital, oder noch besser von eigenem Zusatzkapital, das bei Aktiengesellschaften, „nur aus bestimmten Gründen nicht mit dem eigentlichen Grund- bezw. Stammkapital verschmolzen und rechnerisch zusammengezogen wird"[3]), während dieser Vorgang bei Personal-Unternehmungen in der Tat zu beobachten ist.

Die Mittel für die von der Wirtschafts-Praxis als „Selbstfinanzierung" bezeichnete Kapitalbeschaffung stammen — wie bereits erwähnt — aus dem nicht verbrauchten Reinertrag. Dieser nicht für Dividende bezw. Verzinsung des Kapitals verbrauchte Reinertrag kann ausgewiesen werden (es muß aber nicht so sein, siehe weiter unten bei Behandlung der „stillen Reserven") und wird dann bei bestimmten Unternehmungen (siehe Kap. IV, 1—4) dem Eigenkapital zugeschrieben, d. h. das Eigenkapital ist bei diesen Unternehmungsformen eine „elastische Größe".

---

[1]) Prion: a. a. O. S. 1.

[2]) Genaue Beweisführung, daß das nicht der Fall sein kann, gibt J. Conrad „Die Selbstfinanzierung der Unternehmung". S. 17 ff.

[3]) Rieger: a. a. O. S. 290.

Bei Aktiengesellschaften und ihr ähnlichen Institutionen wird der nicht verbrauchte Gewinn einem Zusatzkapitalkonto, Reservekonto genannt, gutgebracht, da „das eigentliche Kapital nicht tauglich ist aus rechtlichen Gründen". [1])

Es ist nun die Frage zu klären, ob die Zubuchung der nicht verbrauchten Erträge zum Kapitalkonto bezw. die Reservierung als Selbstfinanzierung bezeichnet werden kann. Der Vorgang ist doch so, daß der gesamte Reinertrag den Eigenkapitalgebern gehört und daher von rechtswegen auch an diese abzuführen ist. Sie verzichten jedoch auf einen Teil des Reinertrages, da ihnen eine angemessene Verzinsung genügt, und stellen den anderen Teil der Unternehmung zur Verfügung. (Bei Aktiengesellschaften durch Zustimmung in der Generalversammlung bei der Dividendenfestsetzung.) Es liegt somit Beschaffung von Eigenkapital vor, genau so, wie es s. Zt. bei Beschaffung des Stammkapitals der Fall war. Ebensowenig wie die Unternehmung sich selbst gegründet hat, ebensowenig hat sie sich durch die vorerwähnten Manipulationen selbst finanziert.

Die Mittel, die der Unternehmung bei normalem Geschäftsgang in der Regel jährlich zufließen, können nun bei Aktiengesellschaften und den verwandten Unternehmungen durch verschiedene „Zusatzkapitalkonten" gebunden werden. Da ist zunächst das gesetzliche Reservekonto zu nennen, auf das 5% vom jährlichen Reingewinn solange eingestellt werden müssen, bis 10 % des Aktienkapitals erreicht sind. Diese Reserven dürfen nur „zur Deckung von Verlusten" herangezogen werden, die sich aus der Bilanz ergeben; sie haben praktisch also denselben Charakter wie das Eigenkapital, sie können, sofern Verluste nicht eintreten, so lange wie das Eigenkapital der Unternehmung zur Verfügung stehen. Der Umstand, daß die Reserven zur buchmäßigen Verlustdeckung [2]) dienen, unterscheidet sie in diesem Zusammenhang nicht vom Eigenkapital. Denn auch das Eigenkapital wird — wie die Praxis zeigt —, sofern gesetzliche Reserven nicht bestehen, zur buchmäßigen Deckung des Verlustes (beispielsweise durch Kapitalherabsetzung, also Zusammenlegung von Aktien) herangezogen (Sanierung).

Aehnlich liegt der Fall bei den freiwilligen Reserven, die für allgemeine Zwecke begründet wurden. Auch sie werden gegebenenfalls zur buchmäßigen Verlustdeckung herangezogen.

Wohlgemerkt darf es sich bei den Reserven aber nur um solche Beträge handeln, denen Aktivwerte entsprechen, über die die Unternehmung jederzeit verfügen kann. Reserven — meistens Fonds genannt —, für die ein korrespondierendes Aktivum, sei es in Form von

---

[1]) Rieger: a. a. O. S. 291.

[2]) Eingehende Begründung, daß es sich nur um eine buchmäßige Deckung handelt, siehe Seite 74.

Effekten, Bargeld, Bankdepot oder dergleichen gehalten wird, sind als Kapital (weder als Eigen- noch als Fremdkapital) in keinem Fall zu werten; vom Finanzierungsstandpunkt interessieren sie nicht. Wir denken z. B. an Pensions- oder Wohlfahrtsfonds, die Vermögen einer juristischen Person darstellen, also von der Unternehmung aus verwaltet werden. Derartige „Reserve"-Fonds gehören „nicht in die eigentliche Bilanz, höchstens in deren Vorspalte".[1]) Ferner dürfen Reserven, deren Gegenwerte zwar in der Unternehmung mitarbeiten, aber bestimmten, nicht mit dem Betrieb der Unternehmung direkt im Zusammenhang stehenden Zwecken dienen (z. B. Pensionsfonds der Unternehmung, die nicht Vermögen einer juristischen Person darstellen) nur bis zu der Höhe dem Eigenkapital zugerechnet werden, als Pensionsansprüche noch nicht bestehen.

Selbstverständlich sind aber die vom Aufsichtsrat und Vorstand für das abgelaufene Geschäftsjahr bereits vorgeschlagenen Reserven und der Gewinnvortrag für das neue Jahr — vorausgesetzt, daß die Generalversammlung den Vorschlag genehmigt — genau wie die vorhin besprochenen Reserven dem Eigenkapital zuzurechnen.

In diesem Zusammenhange soll nicht zu erwähnen vergessen werden, daß der zur Verteilung bezw. zur Dividenden-Ausschüttung kommende Gewinnbetrag bis zum Beschluß durch die Generalversammlung oder entsprechende Institutionen (mit einer gewissen Einschränkung bei Unternehmungen mit variablem Kapital) stets in der Unternehmung bleibt und daher als Finanzierungsmittel (aber im Sinne von Fremdkapital) eine nicht unbedeutende Rolle spielen kann. Für eine Gesellschaft mit hohem Reingewinn, also entsprechend hoher Dividendenleistung, ist es daher durchaus zu überlegen, zu welchem Zeitpunkt über die Ausschüttung bezw. Verteilung dieses Betrages Beschluß gefaßt werden soll, da die Fälligkeit der Dividendenzahlung in der Regel nach dem Tage der Generalversammlung eintritt.

Derselbe Vorgang wie bei der sogenannten Selbstfinanzierung auf Grund von ausgewiesenem aber nicht verteiltem Reinertrag liegt vom wirtschaftlichen Standpunkt im Grunde bei der sogenannten Selbstfinanzierung durch stille Reserven, also infolge der Nichtausweisung von Gewinn vor. Auch hier bleibt ein Teil des Reinertrages in der Unternehmung — nur wird er nicht ausgewiesen, sondern „versteckt" durch Unterbewertung von Vermögenswerten, zu hohen Abschreibungen bezw. durch Ueberbewertung von Währungsschulden.

Der Unterschied gegenüber der vorher besprochenen Form der sogenannten Selbstfinanzierung besteht darin, daß die Zurückbehaltung von Gewinnen in der Regel ohne Wissen der Aktionäre geschieht. Damit soll aber nicht etwa behauptet werden, daß diese Manipulationen auch in jedem Falle ohne Einverständnis — jedenfalls ohne

---

[1]) Gerstner: a. a. O. S. 187.

stillschweigendes Einverständnis — der Aktionäre vorgenommen werden. Denn heute ist auch vielen Laien die Existenz der stillen Reserven bekannt, und jeder denkende Mensch wird beim Lesen einer Bilanz sich entsprechende Gedanken machen müssen, wenn beispielsweise Gebäude mit Mk. 1.— zu Buch stehen. Es steht jedem Aktionär frei, in der Generalversammlung den Vorstand um eine Erklärung über etwaige stille Reserven zu bitten. Zurückbehaltene und nicht ausgewiesene Gewinne sind also grundsätzlich Kapital, das dem Eigenkapitalgeber zusteht, aber ohne — offizielle — Genehmigung des Aktionärs (bei Personal-Unternehmungen sind die Gewinnberechtigten meistens darüber unterrichtet) der Unternehmung als Eigenkapital dient. Es kann also nicht gut von einer Selbstfinanzierung gesprochen werden, da — genau genommen — Beträge, die an die Eigenkapitalgeber von rechtswegen abgeführt werden müßten, der Unternehmung dienstbar gemacht worden sind. Bei Aktiengesellschaften kann man lediglich sagen, daß der Vorstand – allenfalls in Verbindung mit dem Aufsichtsrat — „selbständig" einen Schritt unternommen hat, der evtl. von einem Teil der Aktionäre nicht gebilligt worden wäre.

Obwohl offene und stille Unternehmungs-Reserven stark miteinander verwandt sind, können die stillen Reserven vom Standpunkt der Finanzierung sich von den offenen Reserven aber doch in bezug auf ihre zeitliche Reichweite erheblich unterscheiden.

Wie schon erwähnt, entstehen stille Reserven dadurch, daß man Vermögensteile nicht mit dem Betrag einsetzt, der voraussichtlich bei der Geldwerdung erreicht werden könnte, sondern mit einem geringeren. Wenn die Geldwerdung nun tatsächlich eintritt, liegt der versteckte Gewinn offen vor unseren Augen. Diese so aufgedeckte stille Reserve müßte nun als Gewinn ausgeschüttet oder — falls der Betrag als Zusatzkapital erhalten bleiben soll — in eine offene Reserve umgewandelt werden. Diese Möglichkeit wird aber in den meisten Fällen aus den Gründen, die Anlaß zur Unsichtbarmachung des Gewinnes waren, kaum bestehen. Schließlich besteht noch die Möglichkeit, durch Ausgabe von Gratisaktien die nunmehr an das Tageslicht gebrachten stillen Reserven der Unternehmung als Eigenkapital zu erhalten. Soll jedoch eine dauernde Bindung des nicht verteilten Reinertrages durch stille Reservierung erfolgen, so genügt eben wegen der bevorstehenden Geldwerdung der meisten Objekte nicht ein einmaliges stilles Reservieren, es muß vielmehr immer wieder ein anderes Objekt herangezogen werden, das durch niedrigere Bewertung, größere Abschreibung usw. die s. Zt. nicht verteilten Gewinne verstecken kann.

Verhältnismäßig gut sind daher stille Reserven „bei Grundstücken aufgehoben"[1]), da diese sich nicht verbrauchen (an den normalen Verzehr ist hier nicht gedacht, da die Wiederherstellung der Gebäude durch Abschreibungen gewährleistet ist) ihre Geldwerdung, die nur

[1]) Rieger: a. a. O. S. 314.

durch Verkauf erfolgen kann, in der Regel jedoch auf unbestimmte Zeit hinausgeschoben ist und dann ohnehin mit dem Ende der Unternehmung zusammenfällt. Bei allen übrigen Vermögensteilen ist der Zeitpunkt der Geldwerdung mehr oder weniger sicher zu bestimmen, je nachdem, ob es sich um Anlage- oder Betriebswerte handelt. Stille Reserven werden nur dann Eigenkapital-Charakter haben, wenn die stille Reservierung — wie schon ausgeführt — regelmäßig geschieht, so daß die stillen Reserven, die, wenn sie auch nicht gerade von Jahr zu Jahr wachsen, sich doch zum mindesten auf ihrer alten Höhe halten. Lediglich durch Verluste können stille Reserven zusammenschmelzen, es handelt sich dabei um eine reine Buchungsangelegenheit.

Der Vorgang ist folgender:

Bilanz mit unterbewertetem Warenbestand, also stillen Reserven.

Anlagen	10 000.—	Kapital	40 000.—
Waren	24 000.—		
Verlust	6 000.—		
	40 000.—		40 000.—

Bilanz nach der buchmäßigen Ausmerzung des Verlustes durch richtige Warenbewertung.

Anlagen	10 000.—	Kapital	40 000.—
Waren	30 000.—		
	40 000.—		40 000.—

In der ersten Bilanz sind die Waren mit 24 000.— RM. ausgewiesen, obwohl die Waren einen Wert von 30 000,— RM. repräsentieren. Durch diese Unterbewertung ist eine stille Reserve in Höhe von RM. 6 000,— geschaffen worden. Der Verlust in Höhe von 6 000,— RM. tritt nun in der zweiten Bilanz dadurch, daß die Waren mit dem richtigen Wert eingestellt werden, buchmäßig nicht in Erscheinung.

Durch die Auflösung der stillen Reserven brauchen also buchmäßige Aenderungen der Positionen „offene Reserven" bezw. „Eigenkapital" nicht zu erfolgen.

Nachdem wir offene (gesetzliche und freiwillige) und stille Reserven, die durch nicht verteilten Reinertrag entstanden sind, und daher dem Komplex der sogenannten Selbstfinanzierung angehören, behandelt haben, entsteht die Frage, um was für eine Finanzierung es sich eigentlich bei Reserven, die nicht durch Gewinne, sondern durch Agio bei der Ausgabe von Aktien entstanden sind, handelt. Für unsere Betrachtung ist es völlig klar: Beträge aus Agio, die aus rechtlichen Gründen

auf „Reserve-Konto" eingestellt werden, haben genau denselben Charakter wie Eigenkapital. Wir können somit die offenen, allgemeinen wie die stillen Reserven vom Finanzierungs-Standpunkt als zinsfreies beziehungsweise nicht dividendenberechtigtes Eigenkapital ansprechen. Daraus ergibt sich wieder, daß, je höhere Reserven eine Unternehmung hat, desto eher die Voraussetzungen für das Anwachsen des Kapitals durch sogenannte Selbstfinanzierung infolge der in der Unternehmung verbleibenden Zinsen gegeben sind.

Die Schaffung von Reserven auf Grund zurückbehaltenen Reinertrages ist Unternehmungen mit ursprünglich hohem Eigenkapital eher möglich als solchen Unternehmungen, die vornehmlich mit Fremdkapital arbeiten. Denn Unternehmungen mit einem relativ kleinen Eigenkapital sind gehalten, für das Fremdkapital die vertraglich festgelegten Zinsen zu bezahlen, während für eine Unternehmung mit hohem Eigenkapital, die denselben Betrag wie eine Unternehmung mit geringem Eigenkapital zur Verzinsung des gleichen Gesamtkapitals zur Verfügung hat, die Möglichkeit besteht, auf Kosten der Eigenkapitalgeber (Dividendenkürzung) stille Reserven zu bilden.

Zusammenfassend kann gesagt werden, daß die Eigenkapitalbeschaffung auf dem von der Praxis als „Selbstfinanzierung" bezeichneten Wege sicherlich für die Unternehmung, namentlich wenn es sich um eine Aktiengesellschaft handelt, Vorteile hat. Denn das Vorhandensein von Reserven läßt der Unternehmungsleitung, die ja für das Gedeihen der Unternehmung in erster Linie zu sorgen hat, in manchen Dingen doch freiere Hand, was nicht zuletzt zum Nutzen der Gesellschaft sein kann.

Rentabilitätserwägungen dahingehend, ob es vorteilhafter ist, Eigen- oder Fremdkapital zu beschaffen, brauchen bei dem durch sogenannte Selbstfinanzierung gewonnenen Kapital nicht angestellt zu werden da ein Zins für dieses Kapital nicht gezahlt wird.

In diesem Zusammenhang muß auch noch darauf hingewiesen werden, daß die normalen Abschreibungen auf Gebäude, Maschinen oder dergleichen von der Praxis oft als Finanzierungsmittel im Sinne der Eigenfinanzierung angesehen werden. Zweifellos handelt es sich hierbei aber niemals um eine Finanzierung in unserem Sinne, da ja durch Abschreibungen der Unternehmung niemals neues Kapital in irgend einer Form zufließt, sondern lediglich verzehrte Werte, die über kurz oder lang wieder neu beschafft werden müssen, durch den Verkauf der Produkte, in die der anteilige Verzehr der Anlagewerte einkalkuliert ist, zu Geld geworden sind.

Diese Abnützungsgegenwerte müßten theoretisch solange in bar oder auf Bankkonto angesammelt werden, bis sie nach völliger Abnutzung des Vermögenswertes zur Wiederbeschaffung desselben eingesetzt werden können. In der Praxis ist es nun nicht so, daß die Abnützungsgegenwerte bis zu ihrer „rechtmäßigen" Verwendung in bar

bezw. auf Bankkonto angesammelt werden. Sofern nutzbringende Verwertung — insbesondere für Geschäftserweiterungen — für dieses „Abschreibungskapital" besteht, wird es in Anspruch genommen.

Gegen den Brauch, Abnützungsgegenwerte, die erst an einem späteren Zeitpunkt gebraucht werden, für Zwecke der Unternehmung zu verwenden, ist nichts einzuwenden, wenn die Geschäftserweiterung vom wirtschaftlichen Standpunkt gerechtfertigt ist, also ohnehin durch Beschaffung neuen Kapitals durchgeführt worden wäre. Im Gegenteil: diese Maßnahme kann nur gutgeheißen werden, da die Unternehmung durch Inanspruchnahme der Abschreibungsbeträge zur Beschaffung von neuem Kapital erst dann gezwungen ist, wenn der Zeitpunkt zur Erneuerung der Anlagen, für die Abschreibungen gemacht wurden, gekommen ist. Nicklisch schildert diesen Vorgang mit den Worten: „Das ist der Fall der Geschäftserweiterung, die allmählich, mit anderer Verwendung der Abnutzungswerte, begonnen worden ist und nun dadurch fortgesetzt wird, daß die Anlage mit neuem Kapital erneuert wird. Man kann von kontinuierlicher Geschäftserweiterung sprechen".[1])

Ob man grundsätzlich von „kontinuierlicher Geschäftserweiterung" sprechen kann, ist zweifelhaft. Wir haben bereits angedeutet, daß gegen planmäßige Geschäftserweiterung mit Hilfe von Abnutzungsgegenwerten nichts einzuwenden ist. Wenn diese Geschäftserweiterung aber nicht planmäßig erfolgt, sondern nur deshalb, weil Geld zur Verfügung steht, so kann diese „kontinuierliche Geschäftserweiterung" natürlich nicht gutgeheißen werden. In der Praxis ist es in der Tat oft so, daß in Unternehmungen mit hohem Anlagevermögen (z. B. Elektrizitätsunternehmungen), das durch den Produktionsprozeß nur langsam verzehrt wird, sich gewaltige Summen aus Abschreibungen ansammeln, die die Unternehmungsleitung glaubt unter allen Umständen nur für Erweiterung des Betriebes verwenden zu müssen, weil die in Geld zurückfließende Abnutzungsquote ja „nichts kostet". Es werden daher in der Praxis oft Geschäftserweiterungen vorgenommen, die man unter der Voraussetzung, daß neues Kapital hätte beschafft werden müssen, nicht einmal in Erwägung gezogen hätte. Es wird vor allem nicht bedacht, daß die Notwendigkeit, neues Kapital zu beschaffen, doch in den meisten Fällen nur zeitlich hinausgeschoben ist.

Es ist aber noch nachzuweisen, daß die oft vertretene Ansicht der Praxis, daß das aus Abschreibungen zur Verfügung stehende Geld „nichts kostet", falsch ist. Wenn beispielsweise der Bau eines neuen Kraftwerks durch Aufnahme einer 8 %igen Anleihe finanziert werden soll, so müssen bei Aufstellung der Rentabilitätsrechnung die aus den Abschreibungsgegenwerten fließenden Zinsen einkalkuliert werden. Wenn

[1]) Nicklisch, H.: „Die Betriebswirtschaft". 7. Aufl. der „Wirtschaftlichen Betriebslehre", 2. Teil des Gesamt-Werkes, Stuttgart 1930. S. 396.

das nicht geschieht, ist die Rentabilitätsrechnung falsch. Daraus geht hervor, daß bei Aufstellung einer richtigen Rentabilitätsrechnung zum mindesten mit einer Verzinsung des Geldes aus Abschreibungen zum Bankfatz gerechnet wird.

Es bleiben der Unternehmung noch andere Wege zu einer vielleicht rentableren Verwendung der Abschreibungsgegenwerte offen. So besteht die Möglichkeit, die Gelder aus Abschreibungen in Effekten — z. B. in festverzinslichen sicheren Werten — anzulegen. Unter der Voraussetzung, daß Anlagen, für die Abschreibungen gemacht werden müssen, durch Anleihen finanziert wurden, können die durch Abschreibungen freiwerdenden Gelder auch zur Tilgung dieser Anleihen verwandt werden. Am Zeitpunkt der Wiederbeschaffung der Anlagen muß dann u. U. eine neue Anleihe aufgenommen werden.

Selbst zur Abdeckung von kurzfristigen Krediten, überhaupt zur Befriedigung des Bedarfs an Betriebskapital können Abnutzungsgegenwerte dienen. Es muß aber dafür Sorge getragen werden, daß eine Kreditreserve vorhanden ist; denn die durch Abschreibungen reservierten Gelder können möglicherweise vor dem berechneten Zeitpunkt der Ersatzbeschaffung, beispielsweise bei einem Dammbruch des Stausees, benötigt werden, sofern die Unternehmung nicht versichert ist.

Zusammenfassend kommen wir zu folgender Feststellung:

Das durch Abschreibungen auf gewisse Zeit freigewordene Kapital kann grundsätzlich zur Befriedigung der in der Unternehmung auftretenden Kapitalbedürfnisse verwandt werden, wenn begründete Aussicht besteht, daß an dem Zeitpunkt der Ersatzbeschaffung das für diesen Fall vorgesehene Kapital zur Verfügung steht. In diesem Zusammenhang muß noch bemerkt werden, daß die durch Abschreibungen angesammelten Kapitalien dann nicht restlos in Anspruch genommen werden, wenn der Wiederbeschaffungspreis für die zu ersetzenden Werte gefallen ist. Die nicht benötigten Abschreibungsbeträge stellen Gewinn dar.

Um wieder auf das, was direkt mit der „Selbstfinanzierung" zusammenhängt, zurückzukommen: das durch die sogenannte Selbstfinanzierung geschaffene Zusatzkapital ist genau wie das Eigenkapital — mit den besprochenen, relativ unbedeutenden Einschränkungen — zeitlich unbegrenzt gebunden, und daher von der Marktnähe der Betriebswerte unabhängig.

An dieser Stelle möchten wir noch darauf ausdrücklich hinweisen, daß plötzlich auftretender Kapitalbedarf infolge von Störungen im Betriebsrhythmus durch das Zusatzkapital – ganz gleichgültig ob es aus offenen oder stillen Reserven stammt – nicht befriedigt werden kann. Es ist festzustellen, daß Unternehmungsreserven — genau wie das Eigen- oder auch Fremdkapital — in irgend einer Form mitarbeiten, also nicht etwa brach liegen und auf Verwendung warten. Man kann daher niemals sagen, in welchen Vermögensteilen sie feste Gestalt an-

genommen haben. Daraus geht schon hervor, daß Unternehmungsreserven nicht etwa den Charakter von Betriebsreserven haben. Wenn z. B. in einem Betrieb eine Maschine unterhalten wird, die nur für den Fall, daß eine andere Maschine ausfällt, in Tätigkeit tritt, so kann man von einer Reserve im wirklichen Sinne des Wortes sprechen. Diese Betriebsreserve unterscheidet sich aber ganz grundsätzlich von der Unternehmungsreserve, die „schlechthin als ein in der Bilanz auftretendes Abstraktum, als ein rein rechnungsmäßiger Begriff aufzufassen"[1]) ist.

3. Die Fremdfinanzierung.

Die Bewältigung des Finanzierungsproblems gestaltet sich außerordentlich schwierig bei der Beschaffung des Fremdkapitals. Drei Forderungen, die schon in der Einleitung des Kapitels V. C. gestellt wurden, sind zu erfüllen: Bindung des Kapitals nach der Zeit unter besonderer Berücksichtigung der Marktnähe der Betriebswerte, Bindung des Interesses der Kapitalgeber über den vereinbarten Termin hinaus so lange, bis der Abzug fremder Gelder Störungen von der Kapitalseite nicht mehr hervorruft, und Wahrung größtmöglicher Rentabilität.

Wir haben schon bei Besprechung der Finanzierungsmöglichkeiten durch Eigenkapital festgestellt, daß es in vielen Unternehmungen Betriebswerte gibt, die, solange die Unternehmung besteht, niemals in Marktnähe gelangen (z. B. Grundstücke). Solche auf Lebenszeit mit der Unternehmung verbundenen Werte können durch Eigenkapital oder ganz langfristiges Fremdkapital, das im Hinblick auf die Dauer Eigenkapitalcharakter hat (z. B. Siemens & Halske-Anleihe, die erst nach 1000 Jahren rückzahlbar ist), finanziert werden. Unter der Voraussetzung, daß sowohl der eine wie auch der andere Weg beschritten werden kann, sind folgende Rentabilitätserwägungen anzustellen:

Welche Dividende kann dem Aktionär und welche Verzinsung muß für das Obligationenkapital gezahlt werden? Die Dividende, die der Aktionär erhält, wird normalerweise höher sein, als der Zinssatz, der für Obligationen gezahlt wird; denn der Aktionär riskiert sein Kapital. Der Vorstand der Unternehmung wird also folgende Ueberlegung anzustellen haben:

Wenn angenommen werden kann, daß der Geschäftsgang in jedem Jahr verhältnismäßig gleichmäßig (z. B. bei Elektrizitätsunternehmungen, die nur Kleinabnehmer (Lichtstrom) versorgen) ist, können die vereinbarten Zinsen dem Obligationär pünktlich ausgezahlt werden. Wenn es in der Natur der Unternehmung liegt, daß von einem gleichmäßigen Geschäftsergebnis nicht die Rede sein kann, besteht die Möglichkeit, an die Aktionäre in den Jahren, in welchen der Erfolg nicht

[1]) Rieger: a. a. O. S. 290.

zufriedenstellend ist, eine niedrige Dividende zu verteilen, und sie in den besseren Jahren durch eine entsprechend höhere Dividende zu entschädigen. (Es ist durchaus möglich, daß diese nicht sehr stark ins Gewicht fallenden Ueberlegungen aus Gründen, die wir bereits besprochen haben, (Kap. II. B., 1 a u. b.) zurückgestellt werden müssen).

Wir ersehen schon, daß es bei den Rentabilitätserwägungen auf die absolute Höhe der Kapitalkosten allein nicht immer ankommt. Denn wenn beispielsweise eine Unternehmung genötigt ist, in einem Jahr, in dem die Erträge nicht zur Zahlung der Obligationenzinsen ausreichen, einen neuen Kredit aufzunehmen, wird die ursprünglich errechnete Rentabilität sich ganz anders gestalten. Bei den Rentabilitätsbetrachtungen ist ferner zu prüfen, ob sich auf dem Wege der sogenannten Selbstfinanzierung voraussichtlich Kapital bilden wird. Mit dieser Möglichkeit rechnet jede Unternehmung, da Selbstfinanzierung immer Gewinn voraussetzt und jede Unternehmung nach Gewinn strebt. Es ist aber vom Rentabilitätsstandpunkt zweckmäßig, zum mindesten einen Teil des Kapitals in Form von langfristigem Tilgungskapital zu beschaffen, da der nicht verteilte Reinertrag dann zur Ablösung von Fremdkapital verwandt werden kann. Dadurch wird verhindert, daß auf der einen Seite Kapital zu einem niedrigen Guthabenzinssatz auf Bankkonto ruht, während auf der anderen Seite für Fremdkapital ein hoher Schuldzinssatz gezahlt werden muß. Dieselben Betrachtungen müssen auch bei Beschaffung von Kapital für Anlagen, die der Abnutzung unterliegen, angestellt werden. Hierbei ist noch der Umstand zu beachten, daß das in Anlagen investierte Kapital durch die Abschreibungsquote zurückfließt.[1])

Es ist daher vom Liquiditätsstandpunkt zu prüfen, ob an Stelle von Eigenkapital entweder langfristiges Fremdkapital mit Eigenkapitalcharakter (wie eben erwähnt) bezw. eine Tilgungsanleihe mit der Möglichkeit der Erneuerung nach Ablauf aufzunehmen ist. Unter der Voraussetzung, daß alle drei Wege beschritten werden können, wird vom Rentabilitätsstandpunkt Aufnahme einer Tilgungsanleihe zu befürworten sein, da die Abschreibungsquote zur Tilgung der Annuitäten verwandt werden kann. Wenn jedoch die Möglichkeit der Erneuerung der Tilgungsanleihe nach Ablauf nicht als gegebener Faktor in die Rechnung eingestellt werden kann, werden die Liquiditätserwägungen stärkere Beachtung finden müssen, zumal — wie wir bereits ausgeführt haben — die Abschreibungsgegenwerte nicht brach zu liegen brauchen.

Bei der Frage der Finanzierung von Vermögensteilen, die auf Lebenszeit mit der Unternehmung verbunden sind, ist es klar, daß nur langfristiges Kapital die Aufgabe der Finanzierung übernehmen kann.

Viel schwieriger gestaltet sich das Problem bei Finanzierung von Betriebswerten, die nicht auf Lebenszeit mit der Unternehmung ver-

---

[1]) Wir haben auf diese Zusammenhänge auch schon in Kap. V. C. 2 aufmerksam gemacht.

bunden sind. Unter der Voraussetzung, daß ermittelt werden kann, wann die einzelnen Vermögensteile zu Geld werden, könnte das Finanzierungsproblem verhältnismäßig leicht gelöst werden. Der Abstand der einzelnen Vermögensteile vom Markt kann jedoch nicht errechnet, sondern nur geschätzt werden. Wohl besteht die Möglichkeit, beispielsweise die Produktionsdauer eines Gutes genau festzustellen, der Zeitpunkt seiner Geldwerdung aber ist unbestimmt. Es kann nicht gesagt werden, wann das Fabrikat vom Markt aufgenommen wird. Selbst wenn das Produkt verkauft ist, kann noch geraume Zeit bis zur Geldwerdung vergehen. Das Fabrikat muß nämlich sehr oft noch den Weg über Debitoren oder Wechsel bis zur Geldwerdung zurücklegen. Störungen irgendwelcher Art im Betrieb können schon im Produktionsprozeß die „Geldwerdung" verzögern. Es ist daher für die Unternehmung außerordentlich wichtig, daß nicht nur Kapital mit feststehendem Rückzahlungstermin, sondern auch Kapital, das an bestimmte Fristen nicht gebunden ist, zur Verfügung steht.[1])

Bei Besprechung der verschiedenen Kapitalformen haben wir gesehen, daß theoretisch bei Beschaffung von Fremdkapital für alle Kapitalformen Rückzahlungsfristen vereinbart werden, die praktisch aber mit Einverständnis des Kreditgebers nicht bei allen Krediten eingehalten werden. So haben wir z. B. bei dem Bankkredit feststellen können, daß dieser Kredit von der Bank formell kurzfristig vereinbart wird, materiell aber oft genug langfristig zur Verfügung steht.

Die Gründe für diese Erscheinung sind in der Hauptsache auf Sicherheitserwägungen, zum Teil auch auf Rentabilitätserwägungen von seiten der Geldgeber zurückzuführen. Solange der gegebene Kredit bezw. die Spareinlagen nicht in Gefahr sind, d. h. an der Rückzahlung nicht im geringsten gezweifelt zu werden braucht, und auch die Zinsen pünktlich gezahlt werden, besteht in den meisten Fällen – sofern nicht der Geldgeber sein Kapital gerade für andere Zwecke dringend benötigt — auch gar nicht der Wunsch, das Geld zurückzuerhalten. Man ist froh, daß man sich einen neuen Kreditnehmer nicht zu suchen braucht. In dem Augenblick, in dem der Unternehmung durch Störungen Gefahr droht, wird der Geldgeber seine Einlage bei Banken kündigen bezw. im Handel oder in der Industrie auf Rückzahlung des Kredits zum nächsten Termin dringen, da er sein Geld nicht riskieren will und die vorhandenen Sicherheiten z. Zt. noch völlig ausreichen, um ohne Verlust davonzukommen.

Anders kann es sich bei nicht *ganz* ausreichender Sicherheit für einen Kredit verhalten. Der Gläubiger wird bei einer Störung nicht den Mut haben, Rückzahlungen um jeden Preis zu verlangen, da er dadurch „den Stein ins Rollen" bringen könnte, und somit der Gefahr ausgesetzt würde, einen großen Teil seiner Forderungen zu verlieren.

[1]) Eigenkapital steht selbstverständlich immer zur Verfügung, auch zur Finanzierung von Betriebswerten — jedenfalls zum Teil —; in diesem Zusammenhang denken wir aber nur an Fremdkapital.

Aber auch eine sogenannte „ausreichende Sicherheit" ist im Ernstfalle durchaus nicht immer ausreichend. Freilich, an dem Zeitpunkt, als der Kredit hergegeben wurde, stand die Unternehmung glänzend da. Eine erste Hypothek auf das Fabrikgrundstück z. B. war wohl mehr als ausreichend gesichert. Erst in dem Moment ändert sich die Situation, wenn die Wertverhältnisse andere werden — sei es durch Einflüsse, die von außerhalb der Unternehmung kommen, sei es dadurch, daß die Unternehmung nicht weiter bestehen kann. Die „ausreichende Sicherheit" erweist sich nunmehr als ungenügend. „Bewährung in der Wirtschaft ist die eine grundlegende Tatsache des Kredites. Nur der in Absatz- und Beschaffungsmärkte hineingebundenen Unternehmung kann Kredit erwachsen, nicht auch der isolierten". [1]) Es kommt also auf die Kreditwürdigkeit an. Die Unternehmung muß „akkreditiert" sein, vielleicht durch ihre bisherigen Leistungen. Wirklich kreditfähig ist aber auf die Dauer immer nur derjenige, der Erfolg hat. [2])

Wenn dem so ist, muß die Unternehmung bestrebt sein, das auf Grund ihrer Kreditwürdigkeit bezw. Leistungsfähigkeit hereinströmende Kapital solange zu fesseln, als sie es braucht. Dies kann — wie wir bereits ausführten — in bezug auf die Zeit durch Vertrag geschehen. In der Praxis kann aber bei Finanzierung von Betriebswerten oft gar nicht genau gesagt werden, für welche Zeitspanne Geld benötigt wird. Abgesehen davon, hat die Unternehmung durch Festlegung von genauen Fälligkeitsterminen für kurzfristiges Kapital nicht viel gewonnen. Denn gerade dann, wenn die Unternehmung am dringendsten des Kredites bedarf, werden die Gläubiger, sofern sie auf Grund ihrer Sicherheiten hoffen dürfen, mit einem „blauen Auge" davonzukommen, rücksichtslos — wie bereits erwähnt — bei Ablauf der Kreditfrist auf Rückzahlung bestehen. Das wird vor allem immer dann der Fall sein, wenn der Geldgeber an der Unternehmung völlig uninteressiert ist. In solchen Fällen müssen auch dem Fremdkapital entsprechende marktnahe Betriebswerte gegenüberstehen, damit die Zahlungsfähigkeit erhalten bleibt. Daraus geht schon hervor, daß kurzfristiges Fremdkapital durchaus nicht immer das „gefährliche" und langfristiges Fremdkapital immer das „ungefährliche" Kapital sein muß, eine Meinung, die bei Liquiditätsbetrachtungen oft vertreten wird. Tatsächlich wird in vielen Fällen z. B. der Bankkredit, der bekanntlich vorwiegend kurzfristig ist, einer Unternehmung bei entsprechender Bewegung des Kontos länger zur Verfügung stehen, als mancher „langfristige" Kredit.

Wir werden daher bei Finanzierungsbetrachtungen das Fremdkapital nicht vom reinen Liquiditäts-Standpunkt aus sehen dürfen, da Liquidität nur den gegenwärtigen Zustand zeigt. Wir müssen zweierlei unterscheiden: Fremdkapital „mit Interesse an der Unternehmung" und solches „ohne Interesse an der Unternehmung" [3]). („Interesse und

[1]) Sandig: a. a. O. S. 24.
[2]) Rieger: a. a. O. S. 93 (sinngemäß).
[3]) Sandig: a. a. O. S. 46.

Nichtinteresse sind auf die Menschen zurückzuführen, die als Eigentümer hinter den Mitteln stehen. Vom Standpunkt der Unternehmung ist es nun aber gleich, ob A oder B Unternehmer ist, ob die E-Bank oder die D-Bank Kredit gewährt hat, ob E oder F Gläubiger aus Warenlieferungen ist. In jedem Falle ist für die Unternehmung immer die Wertsumme das Wichtigere, nicht die Person, die hinter ihr steht. Bei gleichem Interesse oder Nichtinteresse an der Unternehmung ist es gleich, um welche Person es sich handelt." „Mit der Person hat derjenige zu tun, dem die buchhalterische und finanztechnische Abwicklung der Geschäfte obliegt"; Sandig a. a. O. S. 45.)

Auf den ersten Blick wird man geneigt sein, „Fremdkapital mit Interesse an der Unternehmung" als eine Unmöglichkeit anzusprechen, da Unternehmungsinteresse nur dem Eigenkapital[1]) (bei der Aktiengesellschaft und ihr ähnlichen Institutionen aber durchaus nicht immer allen Aktionären) — zum mindesten zwangsläufig durch die unendliche zeitliche Bindung — anzuhaften pflegt.

Tatsächlich kann aber das Fremdkapital, auch das an sich kurzfristige, an der Unternehmung interessiert sein. Wir brauchen nur an Darlehen zu denken, die Muttergesellschaften an Tochtergesellschaften oder Gesellschafter an die G. m. b. H. gewähren. Dabei müssen wir uns darüber völlig im klaren sein, daß dieses Kapital hinsichtlich seiner Dauer fast ohne Einschränkung den Charakter von Eigenkapital hat. Es steht der Unternehmung solange zur Verfügung, als die Unternehmung es braucht, und nimmt damit auch ein größeres Risiko auf sich als das übrige Fremdkapital, das stets versucht, sich „rechtzeitig" aus der Affäre zu ziehen. Wir müssen ferner sogenannte Interesseneinlagen, die von Direktoren usw. bisweilen gemacht werden müssen, zu dem Kapital mit Interesse an der Unternehmung rechnen.

Das Fremdkapital ohne Interesse an der Unternehmung ist lediglich — wie erwähnt — auf eigene Sicherheit und pünktlichen Eingang der Zinsen bedacht und somit mittelbar an der Unternehmung inter-

---

[1]) „Das mögliche Ausscheiden eines Gesellschafters gibt keinen Beweis gegen die Unterscheidung von Interesse und Nichtinteresse des Kapitals. Vielmehr macht BGB 723 das Nichtinteresse des Gesellschafters und damit das Nichtinteresse des Eigenkapitals geradezu unmöglich durch die Bestimmung: „Die Kündigung darf nicht zur Unzeit geschehen". Für die Offene Handelsgesellschaft gibt es die gleiche Bestimmung zwar nicht, aber die Bestimmungen über eine sechsmonatliche Kündigungsfrist auf Jahresende (HGB. 132) und über eine Fortdauer der Haftung nach erfolgtem Ausscheiden (HGB. 159) machen das Nichtinteresse geradezu unmöglich. Der einzelne Aktionär kann nichtinteressiert sein. Dies fällt aber für die Unternehmung nicht ins Gewicht, da er praktisch von der Unternehmung nichts fordern kann, solange diese nicht in Liquidation getreten ist. Bestätigt er sein Nichtinteresse, indem er zur Unzeit mit seinem Angebot an den Markt kommt, so wird er selbst verlieren, solange er niemanden findet, der den Kapitalanteil als interessiertes Kapital zu halten bereit ist."
(Sandig: a. a. O. S. 47).

essiert. (Wenn wir von Fremdkapital „ohne Interesse" sprechen, so soll dadurch der Gegensatz zu Fremdkapital „mit Interesse" deutlich zum Ausdruck gebracht werden.) Das Fremdkapital ohne Interesse an der Unternehmung kann auf eine gewisse Zeit durch Vertrag gebunden werden; über den vereinbarten Termin hinaus wird nur der Erfolg der Unternehmung das Kapital fesseln können.

Aber gerade dann, wenn der Erfolg nicht den Erwartungen entspricht, ist Abzug der nicht gebundenen fremden Gelder eine typische Wirtschaftserscheinung, die zur Zahlungsstockung führen kann. Es gilt daher, das nichtinteressierte Fremdkapital auf andere Weise an die Unternehmung zu binden.

Man könnte zuvor noch den Einwand erheben, daß zeitliche Bindung durch Vertrag ja völlig ausreicht, da man den Zeitpunkt des Ausscheidens des Fremdkapitals aus der Unternehmung kennt (vorausgesetzt, daß die Zinsen stets pünktlich gezahlt werden, also ein Grund zu vorzeitiger Kündigung nicht gegeben ist) und daher entsprechende Vorkehrungen treffen kann. Nun liegt die Sache in der Wirtschaftspraxis aber so, daß kurzfristige Kredite oft stillschweigend verlängert werden, eine Tatsache, mit der jede Unternehmung rechnet.

Praktisch wird das Nichtinteresse — wie bereits erwähnt — sich stets dann bemerkbar machen, wenn irgendwelche Störungen in der Unternehmung auftreten. Das kurzfristige Kapital wird sich zu retten suchen, und damit dem übrigen Fremdkapital, das zunächst noch auf gewisse Zeit gebunden ist, das Signal zur Kündigung geben. Es muß also versucht werden, in solchen Fällen zunächst das kurzfristige Kapital in der Unternehmung zu halten. Durch das Angebot von zusätzlichen Sicherheiten — sofern vorhanden — wird vielleicht ein Teil der Kapitalgeber bereit sein, die Kündigung des Kapitals nicht auszusprechen bezw. rückgängig zu machen. Ein Teil des Kapitals, das ohne erhebliche Verluste nicht aus der Unternehmung gezogen werden könnte, wird vielleicht durch die Umstände — nolens volens — automatisch in interessiertes Kapital verwandelt werden. Gerade Banken, die sich an einem Unternehmen stark engagiert haben, werden sich im kritischen Moment nur selten ohne Verlust zurückziehen können, im Gegenteil, sie werden oft noch neue Mittel zur Verfügung stellen, in der Hoffnung, auf diese Weise ihre Gelder retten zu können. Desgleichen werden Lieferanten im Falle der Not ihren Kunden nicht im Stich lassen können, wenn das Fortbestehen der Lieferfirma selbst durch Konkurs dieses Kunden, sei es auf Grund der zu erwartenden Ausfälle, sei es auf Grund der in Zukunft fortfallenden Aufträge, gefährdet ist. Auch hier ist das Nichtinteresse in Interesse verwandelt.

Daraus dürfte bereits hervorgehen, daß grundsätzlich Bindung des nichtinteressierten Fremdkapitals über den vereinbarten Termin hinaus nur in wenigen Fällen möglich ist. Der Teil des nichtinteressierten

Fremdkapitals, der eine Bindung nicht erfahren kann, wird daher durch marktnahe Betriebswerte unbedingt gedeckt sein müssen. Falls das nicht der Fall ist, können Störungen im Rhythmus, die Kapitaldeckung erfordern, nur durch Aufnahme von neuem Kapital behoben werden.

Die Deckung des nichtinteressierten Kapitals durch marktnahe Betriebswerte bedeutet nun nicht etwa, daß bei einer geringfügigen Störung im Rhythmus des Kreislaufes in der Unternehmung diese marktnahen Betriebswerte durch Verkauf (unter Umständen mit Verlust) vor ihrer natürlichen Geldwerdung preisgegeben werden müssen. Da die marktnahen Betriebswerte sich aus solchen Vermögensbestandteilen zusammensetzen, die entweder fast alle Phasen bis zur Umwandlung in Wiedergeld durchlaufen haben bezw. die nicht unbedingt zur Verwirklichung des Zieles der Unternehmung benötigt werden (Gold, Effekten z. B.), aber Werte in einer Erscheinungsform darstellen, die relativ leicht in die Form des baren Geldes übergeführt werden kann, wird es nicht schwer sein, auf Grund dieser Vermögenswerte neues, kurzfristiges Kapital zu beschaffen.

In vielen Fällen wird es auch möglich sein, ohne Beschaffung neuen Kapitals die Zahlungsbereitschaft durch die indirekte Fremdfinanzierung, durch Beschaffung von Geld mit Hilfe von Wechseln, die diskontiert werden, wiederherzustellen. In diesem Zusammenhange ist grundsätzlich festzustellen, daß die Erhaltung der Liquidität eines Unternehmens nicht als Sonderproblem angesprochen werden kann, sondern daß sie dem Finanzierungsproblem untergeordnet ist, denn Beschaffung von Eigen- und Fremdkapital, insbesondere zur Erhaltung der Liquidität, ist nicht etwa die alleinige Aufgabe der Finanzierung. Auch die Auswechselung von Kapital zu besseren Bedingungen, also letzten Endes Sicherung der höchsten Rentabilität der Unternehmung, soweit sie von der Kapitalseite abhängt, gehört dem Finanzierungskomplex an.

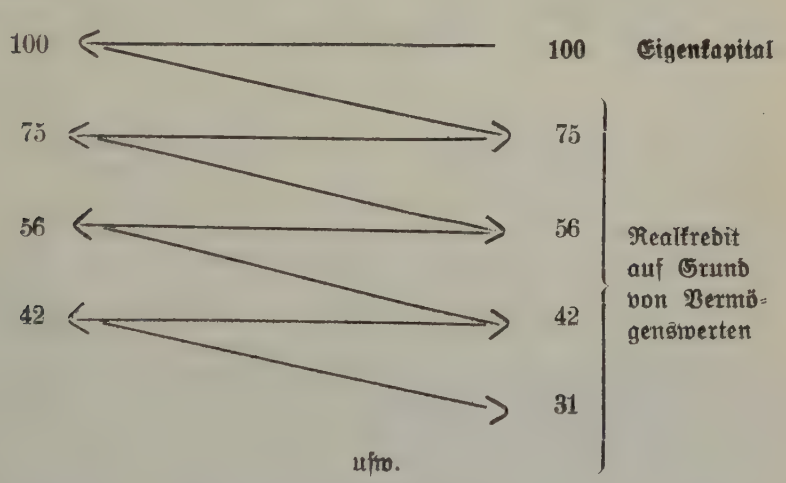
D. Die Grenzen der Finanzierung.

Wir haben gesehen, daß es eine „natürlich bedingte Grenze" zwischen Eigen- und Fremdkapital nicht gibt. In diesem Kapital soll untersucht werden, ob vielleicht eine absolute Kapitalgrenze für die Unternehmung gezogen werden kann.

Grundsätzlich werden zwei Grenzen, die, wie wir weiter unten sehen werden, sich nicht immer in Uebereinstimmung befinden, eine eindeutige Abgrenzung niemals zulassen: Die Grenze des Kapitalbedarfs der Unternehmung und die Grenze seiner Deckung durch den Markt, also durch die Gesamtheit der Kapitalgeber. Die Höhe des Kapitals einer Unternehmung kann man noch bei der Gründung für den Betrieb genau feststellen und das Kapital, das für den lebenden Organismus notwendig ist — wenigstens annähernd — errechnen. Bei

Banken allerdings ist es umgekehrt; „ihr Betrieb und seine Ausdehnung geht von dem Kapital aus, das ihr zur Verfügung gestellt wird.“ [1]) Die Kapitalgrenze wird also bei der Gründung theoretisch — mit Ausnahme der Banken — durch den Umfang des Betriebes gesetzt sein. Wohl gibt es bei einzelnen Unternehmungsformen in bezug auf das Eigenkapital (Stammkapital) ein gesetzliches Mindestkapital; daraus kann aber kein bindender Schluß für die Grenze nach oben gezogen werden. Unter der Voraussetzung, daß bei der Gründung eine bestimmte Eigenkapitalhöhe festgesetzt wurde, kann eine Obergrenze für das Fremdkapital nur theoretisch auf Grund der Vermögenswerte, die das Eigenkapital begründet hat, und die als dingliche Sicherheiten für die Beschaffung von Fremdkapital dienen können, gezogen werden.

In der Annahme, daß alle Vermögensteile mit 75 % ihres Wertes als Kreditunterlage dienen können, ergibt sich folgende Rechnung:



Es handelt sich um eine unendliche geometrische Reihe, deren Summe wir mit s, das Anfangsglied mit a, den konstanten Quotienten mit q bezeichnen wollen. Die Summenformel für die unendliche geometrische Reihe lautet:

$$s_{\infty} = \frac{a}{1-q} = \frac{100}{1-0{,}75} = 400$$

[1]) Rieger: a. a. O. S. 156.

Nach dieser Rechnung würde also die Kreditgrenze auf Grund dinglicher Sicherheiten aus dem Vermögen bei Bewertung der Kreditunterlagen mit 75 % = 400, also das Vierfache des Eigenkapitals, sein. Diese theoretische Rechnung gilt nur unter der Voraussetzung, daß das ganze Eigenkapital zur Finanzierung von Anlagen bezw. solchen Vermögenswerten, die als Kreditunterlage dienen können, verwandt wurde. Das ist aber nicht immer der Fall. Fast in allen Unternehmungen wird zum mindesten ein kleiner Teil des Eigenkapitals zur Finanzierung von solchen Betriebswerten, die als Kreditunterlagen ungeeignet sind (z. B. Materialien), bezw. auch von Löhnen und Unkosten verwandt. Mit der Beweisführung, daß die mögliche Obergrenze für das Fremdkapital auf dem Umwege über das durch Eigenkapital begründete Vermögen ermittelt werden kann, ist nicht viel anzufangen, da der Kreditgeber sich erstens nicht unbedingt Sicherheiten verschafft (Personalkredit) und zweitens, sofern Sicherheiten verlangt werden, diese nicht allein durch den Betrieb, sondern auch durch Außenstehende beigebracht werden können. Abgesehen von diesen Einwendungen könnte durch Ermittlung der Obergrenze des Fremdkapitals noch immer keine Obergrenze für das Gesamtkapital festgestellt werden, da eine Obergrenze für das Eigenkapital nicht angegeben werden kann; in unserem Beispiel wurde ein bestimmtes Eigenkapital angenommen.

Während bei der Gründung einer Unternehmung — wie wir gesehen haben — die Höhe des Kapitals zunächst durch den geplanten Umfang des Betriebes begrenzt ist, kann es sich, nachdem die Unternehmung in der Wirtschaft Fuß gefaßt hat, herausstellen, daß die festgestellte Grenze tatsächlich nicht mehr stimmt. Wenn die festgestellte Kapitalgrenze sich als falsch erweist, weil der Beschäftigungsgrad über den Voranschlag hinausgeht bezw. Absatzstockung eintritt, zeigt sich, daß im ersten und auch im zweiten Falle in der Regel dieselbe Erscheinung auftritt: der Kapitalbedarf steigt. Daß das im Falle der Geschäftserweiterung so sein muß, wird ohne weiteres einleuchten. Beispiele aus der Praxis lehren uns aber, daß auch durch Störungen in den meisten Fällen Kapitalknappheit eintritt, da die Geldwerdung sich nicht in dem gewünschten Rhythmus vollzogen hat, der Betrieb aber für die laufenden Aufwendungen Geld verlangt. Jetzt nämlich, da alles im Fluß ist, müssen die Grenzen elastisch sein. Eine Grenze nach unten ist — wie bereits erwähnt — nur bei einzelnen Unternehmungsformen gezogen.

Die Obergrenze des Gesamtkapitalbedarfs kann durch die Dynamik des Betriebslebens nicht angegeben werden, denn in einer dynamischen Wirtschaft sind die wirtschaftlichen Möglichkeiten fast unbegrenzt. Der Kapitalbedarf erreicht praktisch seine Grenze, wenn rentable Verwertung des Kapitals durch die Unternehmung nicht mehr möglich ist, d. h. wenn ein angemessener Zins oder Dividende nicht gezahlt werden kann. Nun ist es in der Wirtschaftspraxis aber so, daß über die Beschaffung von neuem Kapital entschieden werden muß, ohne zu wissen, ob die errechnete Rentabilität sich auch tatsächlich praktisch ergeben

wird. Ob die geplante Verzinsung also verwirklicht werden kann, entscheidet sich nachträglich und damit auch, ob die gesteckte Kapitalgrenze richtig war.

Hier ist nun der Punkt erreicht, wo es klar zutage tritt, daß der Finanzierung gewisse Grenzen nach oben gesetzt sind, die nicht immer von der Unternehmung auf die Dauer allein (durch die Betriebsseite), sondern auch vom Markt bestimmt werden. Somit herrscht gewissermaßen eine doppelte Kontrolle zur Begrenzung des Eigen- und Fremdkapitals einer Unternehmung, die aber immer dann versagt, wenn beide, die Unternehmung und der Markt, nicht unabhängig voneinander die Grenze zu finden wissen. Bekanntlich gibt es immer „Unternehmer" die, sofern sie am technischen Ausbau des Betriebes ohne zwingende Notwendigkeit besondere Freude haben, den Kapitalbedarf über Gebühr steigern.

Wenn die Unternehmung die Grenze für ihr Gesamtkapital nicht selbst durch Rentabilitäts- und Liquiditätserwägungen feststellen kann, sondern ihren Kapitalbedarf dem Gutdünken Außenstehender überläßt, ist die Grenze der Finanzierung dann erreicht, wenn die Kapital- und Kreditgeber die Hergabe von Mitteln einstellen. Dabei wird es nun von Wichtigkeit für die Unternehmung sein, ob der Markt (also die Gesamtheit der Geldgeber) objektiv genug ist, um von sich aus die Fragen zu prüfen, die die Unternehmung einer Prüfung hätte unterziehen sollen. Selbstverständlich kann und wird die Prüfung durch den Markt oft nur eine gefühlsmäßige sein, da entsprechende Unterlagen nicht immer vorliegen. Dabei kann es nun vorkommen, daß alte und angesehene Unternehmungen nicht mit der nötigen Objektivität, die sonst für alle anderen Märkte typisch ist, behandelt werden. (Konkurse von seriösen Unternehmungen setzen selbst die Fachwelt immer wieder in Erstaunen.) So kommt es leicht zu einer Ueberschätzung der vorhandenen Möglichkeiten zur gewinnbringenden Anlage. Daraus ergibt sich daß die Unternehmungsleitung stets selbst die Verantwortung übernehmen muß, da die Erfordernisse des Betriebes und nicht die Meinung am Markt als objektiver Maßstab für die Kapitalgrenze einer Unternehmung anzusehen sind.

Das Vertrauen allein, das eine Unternehmung genießt, ist kein ausreichendes Kriterium für die Kapitalgrenze, da das Vertrauen auf die b e s t e h e n d e n Verhältnisse aufbaut, die sich aber im Augenblick des neuen Kapitaleinganges ändern können.

Literatur-Verzeichnis.

v. Beckerath:	Kapital und Geldmarkt, Jena 1916.
Berliner:	Buchhaltungs- und Bilanzlehre, 2. Bd., Hannover und Leipzig 1920.
Brenninkmeyer:	Der Akzeptkredit der Banken, Leipzig 1916.
Brodmann:	Gewerbe- und Industrie-Kommentar, Band 1. „Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung". Berlin und Leipzig 1924.
Conrad, J.:	Die Selbstfinanzierung der Unternehmung, Berlin 1931.
le Coutre:	Praxis der Bilanzkritik, 1. Bd.: Ziele und Grundlage der Bilanzkritik; 2. Bd.: Kritik der Vermögenslage, Berlin und Wien 1926.
„ „	Beiträge zur betriebswirtschaftlichen Lehre vom Kapital. Zeitschr. für Betriebswirtschaftslehre, 1927. Heft 5.
Deman:	Die Ware Gold. Tübinger wirtschaftswissenschaftliche Abhandlungen, Heft 17, Stuttgart 1932.
Eisfeld:	Finanzierungen. Im Handw.-Buch der Betriebswirtschaft, Berlin 1926.
Findeisen:	Der eiserne Bestand in betriebswirtschaftlicher und steuerlicher Beziehung. Berlin 1923.
„	Die Unternehmungsform als Rentabilitätsfaktor, Berlin 1924.
Frank-Fahle:	Die Stimmrechtsaktie, Berlin 1923.
Fränkel:	Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Tübingen 1915.
Gerstner:	Bilanzanalyse, Berlin und Leipzig 1933.
Giebel:	Die Finanzierung der Kaliindustrie. Volkswirtschaftliche Abhandlung der Bad. Hochschule. Neue Folge, Heft 4, Karlsruhe 1912.
Großmann:	Die Kampfstellung des eigenen und fremden Kapitals in der Unternehmung, in: Zur Entwicklung der Betriebswirtschftslehre, Festgabe für Robert Stern, Berlin/Leipzig/Wien 1925.
Goerke:	Welche Unternehmungsform verspricht den größten Geschäftserfolg? Stuttgart 1925.
Greulich:	Handbuch der G. m. b. H., Berlin 1909.
Hansen:	Das Problem der Liquidität im deutschen Kreditbankwesen. Tüb. Staatswissenschaftl. Abh., 5. Heft, Stuttgart 1910.

Häußermann: Der Unternehmer. Tübinger wirtschaftswissenschaftl. Abhandlungen, 3. Folge.

Hauck: Bilanz-Theorien. Wirtschaftswissenschaft — Wirtschaftspraxis. Band 1, Bühl-Baden 1933.

Heräus: Kapitalbeschaffung der Unternehmungsformen, Berlin und Wien 1928.

Herzog: Handbuch der industriellen Finanzierung, Stuttgart 1914.

„ Industrielles Handwörterbuch, Stuttgart 1912.

Hilferding: Das Finanzkapital, Wien 1920.

Hoffmann: Wirtschaftslehre der kaufmännischen Unternehmung. Leipzig 1932.

Holländer: Die Unternehmungsform als wirtschaftlicher Faktor. Berlin 1927.

Hummel: Das Rentabilitäts- und Wirtschaftlichkeitsproblem. Die Bücher: Organisation, eine Schriftenreihe. Bd. 6, Stuttgart 1927.

Isaac: Die Entwicklung der wissenschaftlichen Betriebslehre seit 1898. Berlin 1923.

Käferlein: Der Bankkredit und seine Sicherung. Stuttgart 1925.

Kägi: Die Prioritätsaktien nach deutschem und schweizerischem Recht. Aarau 1918.

Kalveram: Die Finanzierung der Unternehmungen. In: Hirai-Isaac: Quellenbuch der Betriebswirtschaftslehre, Berlin 1925.

„ Finanzierung der Unternehmung. Versuch einer Systematik. Zeitschr. f. Handelswissenschaft und Handelspraxis. H. 4 u. 5, 1924.

„ Finanzierung in: Die Handelshochschule. 1926—1931.

Komorzynski: Die nationalökonomische Lehre vom Kredit. Innsbruck 1909.

Leitner: Wirtschaftslehre der Unternehmung. Berlin 1926.

„ Finanzierung der Unternehmungen. Sammlung Goeschen, Berlin, Band 963, 1927.

Liefmann: Die Unternehmungsformen. Stuttgart 1927.

„ Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften. Jena 1923.

Lüttke: Kapitalbeschaffung der Unternehmungen. Berlin 1925.

Meithner: Die Bilanzen der Unternehmungen (Kapital in der Bilanz.) Berlin/Wien 1933, 1. Bd.

Nicklisch: Die Betriebswirtschaft. 7. Aufl. der „Wirtschaftlichen Betriebslehre". Stuttgart 1929.

Passow: Die Aktiengesellschaft. Jena 1922.

Planitz: Die Stimmrechtsaktien. Leipzig 1922.

Pollack: Grundziel der Finanzierung mit Rücksicht auf die Kreditdauer. Berlin 1926.

Prinzhorn: Ueber die finanzielle Führung kaufmännischer Geschäfte und Unternehmungen. Berlin 1902.

Prion: Kapital und Betrieb. Leipzig 1929.

" Die Finanzierung und Bilanz wirtschaftlicher Betriebe unter dem Einfluß der Geldentwertung. Berlin 1921.

" Selbstfinanzierung der Unternehmungen. Berlin 1931.

" Kreditpolitik, Berlin 1927.

Rieger: Einführung in die Privatwirtschaftslehre. Nürnberg 1928.

" Kritik des Buches: Die organische Tageswert-Bilanz. Arch. für Soz. Wiss. 64. Band.

Sandig: Das Problem des Fremdkapitals. Leipzig 1930.

Schacher: Die Kapitalbeschaffung der Aktiengesellschaften. Berlin 1926.

Schmalenbach: Finanzierungen. Leipzig 1922.

" Grundlagen dynamischer Bilanzlehre. Leipzig 1925.

Schmaltz: Bilanz- und Betriebsanalyse in Amerika. Die Bücher: Organisation, Bd. 7, Stuttgart 1927.

Schmidt: Die organische Tageswertbilanz. Leipzig 1929.

Schönpflug: Das Methodenproblem in der Einzelwirtschaftslehre. Die Bücher: Organisation Bd. XVI. Stuttgart 1933.

Seidel: Das fremde Kapital im Unternehmen. Zeitschrift für Betriebswirtschaft 1924.

Sombart: Prinzipielle Eigenart des modernen Kapitalismus. Grundriß der Sozialökonomik. 4. Abteilung, Tübingen 1925.

Theisinger: Effekten als Kapitalbeschaffungsmittel der Unternehmung. Betriebswirtschaftl. Abhandlungen. Stuttgart 1928.

Walb: Kaufmännische Betriebswirtschaftslehre in: Rothschild, Taschenbuch für Kaufleute. 1927.

" Kritik des Buches: Einführung in die Privatwirtschaftslehre, in: Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung. Heft 11, 1928.

Wolff-Birkenbihl: Die Praxis der Finanzierung. Berlin 1922.

Nachschlagewerke.

Handwörterbuch der Staatswissenschaften.
Handwörterbuch der Betriebswirtschaft.
Handwörterbuch des Kaufmanns.

Zeitschriften.

Zeitschrift für Betriebswirtschaftslehre.
Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis.
Zeitschrift: „Die Betriebswirtschaft".
Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung.
Zeitschrift: „Der deutsche Volkswirt".
„ „Magazin der Wirtschaft".
„ „Die Bank".
„ „Bankarchiv".
„ „Bankwissenschaft".
„ „Wirtschaftswissenschaftliche Vierteljahreshefte".
„ „Die Wirtschaftskurve der Frankfurter Zeitung".
„ „Der wirtschaftliche Ratgeber".

Zeitungen.

Völkischer Beobachter.
Frankfurter Zeitung.
Berliner Tageblatt.
Bergwerks-Zeitung.
Kölnische Zeitung.
Berliner Börsen-Zeitung.
Deutsche Allgemeine Zeitung.
Deutsche Industrie- und Handelszeitung.

Lebenslauf.

Am 2. Juli 1905 wurde ich als Sohn des Landjäger-Oberleutnants a. D., Eduard Sellien, zu Treuburg in Ostpreußen geboren. Ich besuchte drei Jahre lang die Vorschule in Treuburg und anschließend vier Monate lang die dortige Realschule. Durch den Russeneinfall 1914 wurde der Schulbesuch unterbrochen. Ostern 1915 nahm ich den Schulbesuch am Humanistischen Gymnasium zu Braunsberg wieder auf und verließ die Anstalt mit der Reife für Obersekunda.

Nach 2½ jähriger Lehrzeit bei der Kreisbank Braunsberg und der Mitteldeutschen Creditbank Königsberg war ich 1 Jahr als Bankbeamter tätig.

Das kaufmännische Diplom alter Ordnung erwarb ich nach einem Studium von 4 Semestern an der Handelshochschule Königsberg im Februar 1926. Darauf studierte ich zwei Semester an der Universität Frankfurt a. M. Nach freier praktischer Tätigkeit als Wirtschaftsjournalist legte ich im Oktober 1928 die Sonderreifeprüfung in Frankfurt a. M. ab. Im Juli 1929 erlangte ich nach zweisemestrigem Studium an der Handelshochschule Königsberg das kaufmännische Diplom neuer Ordnung. Dann studierte ich ein Semester an der Universität Köln und anschließend an der Universität Tübingen.